全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

新金融系列

非理性繁荣

（第二版）

Irrational Exuberance

（Second Edition）



[美] 罗伯特·J· 希勒
Robert J. Shiller 著

中国人民大学出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

非理性繁荣

（第二版）

Irrational Exuberance

(Second Edition)



[美] 罗伯特·J· 希勒
Robert J. Shiller 著

李心丹 陈 莹 夏 乐 译

中国人民大学出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书在版编目（CIP）数据

非理性繁荣：第2版/（美）希勒著；李心丹等译.
北京：中国人民大学出版社，2007
（新金融系列）
ISBN 978-7-300-08769-6

Ⅰ.非…
Ⅱ.①希…②李…
Ⅲ.股票—证券市场—研究—世界
Ⅳ.F831.5

中国版本图书馆CIP数据核字（2007）第187102号

新金融系列
非理性繁荣（第二版）
［美］罗伯特·J·希勒 著
李心丹 陈莹 夏乐 译

出版发行	中国人民大学出版社		
社 址	北京中关村大街31号	**邮政编码**	100080
电 话	010－62511242（总编室）		010－62511398（质管部）
	010－82501766（邮购部）		010－62514148（门市部）
	010－62515195（发行公司）		010－62515275（盗版举报）
网 址	http://www.crup.com.cn		
	http://www.ttrnet.com（人大教研网）		
经 销	新华书店		
印 刷	河北三河市新世纪印务有限公司		
规 格	170mm×240mm 16开本	**版 次**	2004年12月第1版
			2008年1月第2版
印 张	20.25 插页2	**印 次**	2008年1月第1次印刷
字 数	334 000	**定 价**	35.00元

版权所有 侵权必究 印装差错 负责调换

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

译者序

2005 年 6 月，中国的股票市场终于结束了长达四年之久的黑色熊市，从 1 000 点起步，仅仅两年的时间，股指就迈上了 6 000 点。与此同时，中国的房地产市场也出现了波澜壮阔的大幅上涨行情，2006 年凭借 130%的年度涨幅勇夺全球涨幅第一桂冠，这一趋势在 2007 年得到了进一步延续。国家统计局对全国 35 个大中城市的调查显示，仅 2007 年二季度我国房屋销售价格就比去年同期上涨了 10.4%。股市和房市成为人们狂热追寻之梦，而关于两市泡沫的争论也再度升温，并成为市场参与者最关心的话题，因为一旦两市泡沫破裂，将给社会带来巨大的灾难。

我想起了在耶鲁大学访问时的合作导师罗伯特·希勒教授。

2000 年，耶鲁大学的著名行为金融学家罗伯特·希勒教授出版了一本新书——《非理性繁荣》。在书中，针对美国股市自 20 世纪 90 年代后期以来出现的繁荣景象，希勒教授提出了自己的观点，认为那是一种脱离实际的反常现象，是一种“非理性繁荣”，并对其产生的原因进行了系统、详细的分析。不知是出版的时机适当还是这本书本身给投资者带来了重要的影响，该书出版不久，美国股市就开始了深幅下跌行情，从 2000 年 3 月初开始，道琼斯指数在短短几周之内下跌了近 20%，纳斯达克指数的下跌超过 30%。

《非理性繁荣》的面世引起了极大的反响。《纽约时报》的评论文章这样

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

写道："希勒先生像是一位洞悉华尔街的先知。他认为投资者们正在被冲动、从众行为、席间闲谈、直觉、新闻媒体，以及不甘人后等各种非理性因素所左右。他的理论为不断蔓延的对股票市场的不安提供了及时而合理的解释。"该书被《经济学家》杂志评为"2000 年最佳图书"，该杂志对其给予了高度评价，认为"这是一本值得一读的、严肃经济学理论的现代经典之作。即使你不是这一领域的专家，亦能从中获得乐趣。"

《非理性繁荣》的第一版获得了巨大的成功，"非理性繁荣"也成为经济学的常用术语，但希勒教授的思考并未止步。除了股票市场，美国的房地产价格也开始大幅上涨。2000—2005 年间，美国中等住宅平均房价就从 14.36 万美元狂涨到 21.96 万美元，升幅达 52.9%。2005 年末，希勒教授出版了《非理性繁荣》第二版。对第一版的内容作了相当大的修订，专门增加了一章来探讨 20 世纪 90 年代末以来，许多国家都经历的房地产泡沫，并且贯穿全书。在第二版中希勒教授以经济学家严谨的分析，运用最新的经济事件，从市场观念演变的过程、经济发展结果和前途的影响因素等方面对国家经济"非理性繁荣"给予了更加全面的阐述和分析。

有趣的是，2005 年希勒教授的《非理性繁荣》第二版面市，2006 年美国房屋抵押贷款次级债危机初现端倪，2007 年 3 月爆发，美国股市和房市双双大跌，并波及全球市场。2007 年 7 月美国国会联合经济委员会发布报告，预计从 2007 年中到 2009 年底，美国因无法偿还次级抵押贷款而丧失抵押品赎回权的案例将达到 130 万美元，直接涉及的房产价值超过 710 亿美元，而导致周边房屋贬值一类的间接损失也将达到 320 亿美元。希勒教授再次成为华尔街的精神教父。

联想到中国经济的现状，我们在希勒教授和中国人民大学的梁晶教授的大力支持下，开始尝试进行《非理性繁荣》（第二版）的翻译工作，希望能够使更多的中国读者分享到这位世界著名行为金融学家与众不同而又令人信服的独特见解。

我们希望《非理性繁荣》（第二版）对中国经济的发展有所启迪，更希望中国的经济理性繁荣，一路走好！

本书的翻译工作得到了国家自然基金（70671053）、教育部"新世纪优秀人才支持计划"及"2005 年科技技术研究重点项目（105080）"，以及教育部创新基地"南京大学经济转型与发展研究中心"子课题"行为金融学及其应用"的支持，在此，译者表示深深的感谢！同时，还要再次感谢梁晶教授的大力支持！感谢本书第一版的译者！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

虽然译者和校者尽了很大的努力，但是由于种种原因，译文中可能还存在着一些未尽人意甚至错漏之处，对此我一直心怀不安和歉疚，真诚地希望读者批评指正。

李心丹
2007 年 10 月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

序 言

罗伯特·希勒

《非理性繁荣》的第一版，正如我在该版序言中所说的，研究的是在新千年之际几乎遍及世界的股市繁荣现象。但是一些读者却告诉我，该书涉及的主题更广。他们是正确的：实际上，该书研究的是投机性市场的行为、人类的易犯错误性以及资本主义体系的不稳定性。

在我写作本书第一版的过程中，股票市场的繁荣势不可当，标准普尔500指数在1995—1999年分别上涨了34%、20%、31%、26%和20%，类似的情况也发生在世界上的很多国家。股票指数持续大幅上涨了这么多年，不可能仅仅是一个偶然事件。股市繁荣被普遍认为是一个新经济时代来临的先兆，然而本书第一版却从一个截然不同的角度重新审视了这场大牛市。

2000年3月，本书第一版上市的时候，我正在休假，并准备为推广新书而开始一个漫长的十国之行。那时，谁也不会知道就在2000年3月，牛市到达了它的最高点。通过和众多投资者的交流和讨论，我修改了第一版，形成了现在的第二版。

至今我仍然记忆犹新，在2000年的推广新书之旅中，我所见识到的投资者所犯下的种种认知错误。记得在一次电台谈话节目中，一个女性投资者告诉我，我的观点是错误的，她认为股市走强趋势明显，并且也必将继续走强。她那激动的声音促使我去思考究竟是什么因素导致她如此情绪化。记得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有一个男子参加了两次新书座谈会，每次都坐在后面，看上去焦虑不安。他为什么两次参加座谈会，又是什么使他如此焦躁？还记得我曾向机构投资者发表过一次演讲，表达了我对股市存在泡沫的看法，一家大型机构的投资经理表示他完全同意我的观点，但在实际工作中却难以遵从我的建议。他相信我的观点最终既不会被他的客户也不会被他的同行所采纳，他不会仅仅根据一个与众不同的观点来改变资产组合，尽管他自已也认同这个观点。我记得最清楚的还是人们在听我演讲的过程中表现出的兴奋，但他们告诉我并不完全相信我的观点。显然，对于股市人们一旦达成共识，就难以撼动。

2000 年之后，大牛市突然终结了，美国股市和世界上许多其他市场一样，从 2000 年的高点大幅下跌。标准普尔 500 指数于 2003 年 3 月见底，几乎下跌了一半（扣除物价上涨因素），而这也导致了投资者心态的改变。

在 2000 年末，股票市场开始大幅下跌，高科技股下跌超过 50%，那时我曾经和一对夫妇共进早餐，那位妻子告诉我她负责家庭的投资理财，在 20 世纪 90 年代她曾经是个投资天才，但现在自信心荡然无存。她坦承自已对股市的认识简直是一个幻想、一场梦。

股市下跌给一些投资者带来了深刻的心理变化，但是人们长期以来形成的对股票的狂热要比想象更持久，在很大程度上，这种狂热还未消退。与 2000 年极度高估的股价相比，股市下跌还不到位，而且大多数投资者尚未彻底摆正心态。

股票市场尚未到达历史低点：股票的市盈率（在我写作本书的时候），根据我的定义，仍有 20 多倍，远高于历史平均水平。此外，房地产市场也存在泡沫，房价的中位数相当于人均收入的 10 倍或更高。非理性繁荣依然存在于我们身边。

从一个更广的角度来看，这本书从 2000 年第一版开始，就试图理解人类思想的变化，而正是人类的行为最终推动着金融市场的运行。本书所研究的是投机心理、强化投机心理的反馈机制、波及数百万人甚至上亿人的从众行为以及这种行为对经济和生活的影响。尽管本书的初衷是分析当前的经济事件，但实际上，它已扩展到人类的错误判断如何相互传染这一问题上，由于过度自信、对细节缺乏关注、对他人的判断过分依赖，即使是最聪明的人也不例外。

理性人的假设就像阿尔多・帕拉采斯基（Aldo Palazzeschi）在 1911 年的超现实主义小说中的主人公"烟人"（man of smoke）一样，这个完全由烟雾构成、实际上什么都不是的家伙，却依靠集体想象成为一个公众人物和权

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

威人士。除非人们转变观念，认识到“烟人”并不是真实的存在，他才能完全消失。帕拉采斯基小说中发生的故事具有相当的现实性：毫无根据的信念体系、虚幻的一丝暗示，都可能引发相当一段时间的非理性繁荣，并最终对整个世界经济产生不利影响。

和《非理性繁荣》第一版相比，我在第二版中作了相当的修正，以期能够扩充论点——由态度改变、非理性信念、注意力转变导致的变化是改变经济生活的重要因素，也是衡量经济发展结果和前途的重要因素。最新的经济事件为我的上述观点提供了新的例证。特别地，新增的第 2 章就是关于 20 世纪 90 年代末以来，许多国家都经历的房地产泡沫，且对这一现象的深入探讨贯穿全书。《非理性繁荣》第一版问世后的五年来，我一直在思考书中所涉及的一些问题，追踪着行为经济学方面的最新发展，并且在多个方面拓展和完善了基本观点。

本书所涉及的问题都是相当严肃和具有现实意义的。当今世界，无论是在股票市场，还是在房地产市场中，过度自信依然大量存在，并由此引发了不稳定性。大涨必定导致大跌，最终导致个人破产的大幅增加，继而引起第二波的金融机构破产。其长期后果是消费低迷和商业信心低落，并有可能导致全球性的经济衰退。这种极端后果的一个有力例证就是 1990 年以来日本泡沫经济的崩溃，它是显而易见、不可避免的，泡沫崩溃所蕴涵的风险比人们认识到的要大得多。

也许有人觉得我的观点有些杞人忧天，毕竟过度自信早已存在。与 2000 年的高点相比，在 2002 年，许多国家的股票指数下跌了将近一半，而且反弹有限。股市泡沫带来的公司过度投资，造成了投资支出在本世纪初的锐减，以及世界性的经济不景气。

20 世纪 90 年代的经济繁荣创造了一种类似淘金热的商业气氛，使得许多人作出了扭曲的投资决策，这一后果需要多年才能消除。在这种气氛下，道德标准下降，正直、诚实、耐心和信任的价值观遭到摈弃。股市出现下跌后，一系列公司董事会、会计师事务所和共同基金丑闻纷纷浮出水面。

对于中央政府和地方政府来说，经历了这些年的过度繁荣，财政预算赤字问题愈发严重。在 20 世纪 90 年代，随着股市的繁荣，投资者资本收益更高，政府税收收入不断增加，支出也相应增加。当股市下跌后，税收收入下降，政府支出却难以削减，因此许多政府陷入了严重的财政危机。2002 年，经济合作与发展组织成员国的平均预算赤字达到了国内生产总值的 3%。

20 世纪 90 年代末经济泡沫的另一后果是房地产市场的价格暴涨。在许

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多国家，房价上涨始于1997年或1998年，进入2000年后加速上涨。尽管股票市场已进行了回调和修正，但很多城市的房价仍在强劲上涨。此外，投机泡沫还存在于石油和其他能源，以及一些商品（如贵金属）中，它们的价格也从90年代末开始上涨。到目前为止，我们还没有看到这些价格上涨的全部后果。

投机性不稳定对世界经济的影响越来越大，我们也越来越关注不可预知的资本市场。这不是说股票市场正在变得更加不稳定，也不是说股票市场的长期发展趋势是波动性加大，而是说参与的投资者越来越多，投机市场的范围和交易风险正在扩展。无论是在发达国家，还是新兴市场国家，每年都有很多电子化的交易市场诞生，参与者在不断增加，风险也在不断积聚。

人们日益担心生计对于财富的依赖性，而财富对于市场波动相当敏感。因此，人们愈加关注市场的变动。越来越多的人意识到资产价格变动对实际生活产生的重要影响，意识到必须保卫私有财产，但他们也怀疑公共机构能否提供有效的帮助。人们清楚地认识到资本是无情的。

现有的经济体系被称之为“业主社会”（ownership society），布什总统也很喜欢用这个词。每个人都是自己未来的主人，从多种意义上说作为一个财产所有者，每个人都必须为将来作打算。“业主社会”确实能在一定程度上起到促进经济发展的目的，但是就其本质而言，结果很可能恰恰相反，在奇特和反复无常的人类心理的作用下，它带来的将是大量投机风险的积聚，对此我们必须加以控制。

我无法预知未来，也无法准确预测市场的涨跌起落，但我可以肯定，尽管自2000年来投资者对资本市场的信心有所降低，但依然过大，过分相信投资终有回报，而且没有采取必要的措施防范可能出现的投资风险。

◉本书的结构安排

首先，本书对股票市场和房地产市场的发展历程进行了回顾，以帮助读者了解股市和房地产市场的近期波动，全面看待市场发展趋势。第1章介绍了股票市场的涨跌起落，与此相对应，新增的第2章介绍了房地产市场的盛衰沉浮。

第一篇深入研究了导致市场泡沫的结构因素。第3章探讨了导致市场急剧波动的因素，如政治、技术和人口变化。尽管考虑了房地产市场的情况，和第一版相比，12个影响因素仍然变动不大。第4章指出，因为某些特定的、具有一定滞后性的放大机制，上述影响因素和市场变动的关系还不十

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



分清楚。当某些事件被当做利好时，放大机制可以随着时间的推移增强市场的信心，尽管此时价格已经很高了。价格上涨被进一步推进，影响因素的作用被放大，投机泡沫开始膨胀。当某些事件被看做利空时，起初的价格下跌推动进一步的价格下跌，放大机制的作用方向相反。

第二篇对强化投机性泡沫的文化因素进行了深入研究。第 5 章关注的是新闻媒体的重要作用，新闻媒体常常夸大那些在投资者中反响强烈的事件，而不管它到底是否真实可靠。第 6 章分析了在股票市场和房地产市场广为流行的新时代理论（new era theories），该理论源于市场自身的活动，而不是客观的分析。第 7 章回顾了半个世纪以来最主要的几次牛市，新时代理论与它们密切相关。

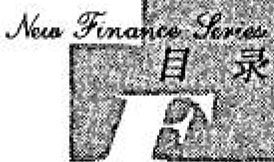
第三篇着重分析了市场行为背后的心理因素。第 8 章指出由于经济和金融理论没有能够很好地定义资产的内在价值，公众难以准确加以估值，往往只能主观地从心理上进行衡量。第 9 章借鉴社会心理学和社会学的重要研究成果，帮助我们理解为什么那么多人会同时改变判断。

第四篇介绍了学术界对市场泡沫给出的一些理性解释。第 10 章关注的是有效市场理论。第 11 章探讨了在市场出现泡沫时经常提及的理论，即公众对市场的认识还处于初级阶段，他们的认识有对有错。

第五篇，即第 12 章，探讨了投机性泡沫对个人投资者、机构投资者和政府的影响。在目前这种脆弱的阶段，本书有针对性地提出了一些政策建议，以期改变目前的政策，纠正股票市场和房地产市场存在的泡沫，同时帮助个人投资者降低风险，有效应对泡沫破灭的巨大风险。

此外，我创立了网站 irrationalexuberance.com，将继续关注本书探讨的一些话题，并对书中的数据和图表作出定期更新。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



目 录

第 1 章 股市价格水平的历史回顾 …… 1
市盈率 …… 4
其他高市盈率的时期 …… 6
利率 …… 7
对非理性繁荣的忧虑 …… 8

第 2 章 房地产市场的历史回顾 …… 12
住房价格的长期走势 …… 13
实际住房价格长期上升趋势的缺失 …… 20
实际住房价格没有强劲的迅速上升趋势的原因 …… 22
当时和现在的非理性繁荣 …… 25
研究路径 …… 26

第一篇 结构因素

第 3 章 诱发因素：市场经济的疾速发展、互联网以及其他事件 …… 35
促使市场泡沫产生的 12 个因素 …… 37
市场经济的疾速发展与业主社会 …… 37
政治和文化的变迁促进了商业的成功 …… 39

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

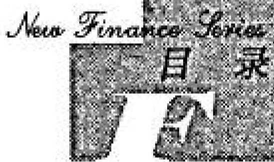
新的信息技术 …… 41
支持性货币政策与格林斯潘对策 …… 43
生育高峰及其对市场的显著影响 …… 44
媒体对财经新闻的大量报道 …… 46
分析师愈益乐观的预测 …… 48
固定缴费养老金计划的推广 …… 50
共同基金的增长 …… 52
通货膨胀回落及货币幻觉的影响 …… 53
交易额的增加：贴现经纪人、当天交易者及 24 小时交易 …… 54
赌博机会的增加 …… 55
小结 …… 57

第 4 章　放大机制：自然形成的蓬齐过程 …… 64
投资者信心的变化 …… 64
对投资者信心的反思 …… 67
关于预期的例证 …… 70
对投资者期望和情绪的反思 …… 72
公众对市场的关注 …… 74
投机性泡沫的反馈环理论 …… 76
投资者对反馈和泡沫的理解 …… 78
作为反馈模式和投机性泡沫的蓬齐骗局 …… 80
欺骗、操纵和善意的谎言 …… 82
自然形成的蓬齐过程所引起的投机性泡沫 …… 84
证券市场与房地产市场中的反馈与交叉反馈 …… 84
当今的非理性繁荣和反馈环 …… 86

第二篇　文化因素

第 5 章　新闻媒体 …… 93
媒体在股市变化中发挥的铺垫作用 …… 93
媒体讨论的形成 …… 94
对市场前景的报道 …… 95

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



过量的纪录 …… 96
重大新闻日真的伴随着重大的股价变化吗？ …… 96
尾随新闻 …… 97
重大价格变化日无新闻 …… 98
新闻是注意力连锁反应的诱因 …… 99
1929 年崩盘时的新闻 …… 101
1987 年崩盘时的新闻 …… 105
全球的媒体文化 …… 110
新闻媒体在宣传投机性泡沫中所起的作用 …… 111

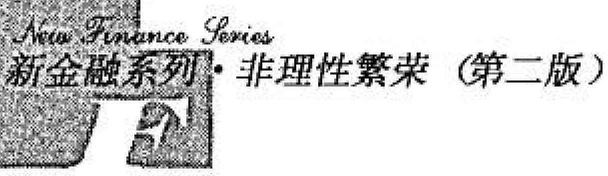
第 6 章 新时代的经济思想 …… 115
1901 年的乐观主义：20 世纪的顶峰 …… 118
20 世纪 20 年代的乐观主义 …… 121
20 世纪 50 年代和 60 年代的新时代思想 …… 124
20 世纪 90 年代牛市中的新时代思想 …… 127
房地产市场繁荣中的新时代思想 …… 129
新时代的终结 …… 134

第 7 章 新时代与全球泡沫 …… 143
近期内最重大的股市事件 …… 143
与最大的价格变动相关的事件 …… 147
新时代的终结和金融危机 …… 152
上涨（下跌）的通常会下跌（上涨） …… 154

第三篇　心理因素

第 8 章 股市的心理定位 …… 159
股市的数量定位 …… 160
股市的道德定位 …… 161
过度自信和直觉判断 …… 163
定位的脆弱性：考虑未来决定的困难 …… 166

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



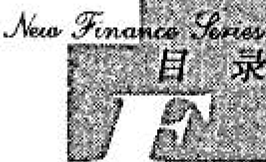
第 9 章　从众行为和思想传染 …… 170
社会影响与信息 …… 170
从众行为的经济理论和信息层叠 …… 172
人类信息的处理与口头传播 …… 173
面对面交流和媒体传播 …… 174
用于口头传播方式的传播模型 …… 177
人们心中矛盾观点的汇集 …… 182
基于社会的注意力变化 …… 183
人们无法对注意力变化作出解释 …… 184
现在的情况 …… 185

第四篇　理性繁荣的尝试

第 10 章　有效市场、随机游走和泡沫 …… 191
有效市场和价格随机游走的基本论证 …… 191
关于精明投资者的思考 …… 193
“明显”错误定价的例子 …… 195
卖空限制和“明显”错误定价的持续 …… 196
错误定价的统计论证 …… 197
收益变化和价格变化 …… 198
市盈率和长期收益之间的历史联系 …… 199
股息变动和价格变动 …… 201
过度波动和总体情况 …… 202

第 11 章　投资者学习和忘却 …… 213
对风险的“学习” …… 213
“股票优于债券理论”在投资文化中的角色 …… 216
对共同基金、分散化投资以及长期持有的了解 …… 217
已知的和未知的 …… 220

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第五篇　采取行动

第 12 章　自由市场中的投机风险 …… 225
道德规范和职业标准 …… 228
可能出现的因素 …… 230
公平与怨恨 …… 231
承担共同的责任 …… 232
投资者现在该何去何从? …… 233
投资多元化 …… 235
制定有效的计划以增加储蓄 …… 235
退休方案 …… 237
改进社会保障制度 …… 239
运用温和货币政策抑制投机性泡沫 …… 241
舆论领导者的稳定权威 …… 241
鼓励建设性的交易 …… 242
帮助公众去对冲风险 …… 245
结论：真实的价值和真实的未来 …… 246

参考文献 …… 250
索引 …… 275

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图表目录

图 1.1：股价及收益率图，1871—2004 年 …… 3
图 1.2：10 国股价走势，1995 年 1 月—2004 年 6 月 …… 4
图 1.3：股票市盈率与利率曲线图，1881—2004 年 …… 5
图 2.1：美国住房价格、建筑成本、人口和利率走势，1890—2004 年 …… 14
图 2.2：样本城市住房价格季度数据，1983—2004 年 …… 18
图 2.3：世界各地城市住房价格的季度数据，1983—2004 年 …… 19
图 4.1：估值信心指数 …… 79
表 7.1：近期 1 年内涨幅最大的股票实际价格指数 …… 144
表 7.2：近期 1 年内跌幅最大的股票实际价格指数 …… 145
表 7.3：近期 5 年内涨幅最大的股票实际价格指数 …… 146
表 7.4：近期 5 年内跌幅最大的股票实际价格指数 …… 148
图 10.1：市盈率对 10 年收益率的预测 …… 199
图 10.2：股票价格和股息现值 …… 204

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 1 章
股市价格水平的历史回顾

1996 年 12 月 5 日，美国联邦储备委员会（the Federal Reserve Board） 1
主席艾伦·格林斯潘（Alan Greenspan）在华盛顿发表了一次讲话。[1]在这次原本很沉闷的讲话中，他用了"非理性繁荣"（irrational exuberance）一词来形容当时股票市场中投资者的行为，这立即引起了全世界的关注，全球股市应声而落。次日，日经（Nikkei）指数下跌 3.2%，香港恒生（Hang Seng）指数下跌 2.9%，德国 DAX 指数下跌 4%，伦敦 FT-SE 100 指数则在一天内一度下跌 4%，而美国道琼斯工业平均指数（the Dow Jones Industrial Average）刚一开盘就下跌了 2.3%。此后，格林斯潘使用的这个词（"非理性繁荣"）被许多人引用，至今仍广为流传。

随着时光的流逝，人们也许已经不再记得当时的状况，但是"非理性繁荣"这个词却不曾被遗忘。渐渐地，它已经为市场上的每一个人所熟知，成为格林斯潘的所有讲话中被引用最多的一个词。

在我看来之所以在多年后人们仍然关注"非理性繁荣"，是因为许多人已经把它看做 20 世纪 90 年代发生的一系列社会现象的代名词。事实上，当股市在人们市场心理的影响下被炒到了一个不正常的、难以维系的高度时，所谓的"非理性繁荣"就出现了，并且这一幕已经在历史上多次重复上演。

很多人都认为在 20 世纪 90 年代股市跌宕起伏的过程中，市场上弥漫着 2
非理性的气氛。但是人们对于非理性本质的认识却不那么清晰。它并不是如

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一些作家所描写的，20 世纪 20 年代股市投机过剩时期投资者的疯狂状态，而是一种我们在一生中某个热情高涨的时候都可能作出的错误判断。“非理性繁荣”恰当地描述了市场超出正常运行规律时的状态。

非理性繁荣是投机性泡沫（speculative bubble）的心理基础。我将投机性泡沫定义为这样一种情况：价格上涨的信息刺激了投资者的热情，并且这种热情通过心理的相互影响在人与人之间逐步扩散，在此过程中，越来越多的投资者加入到推动价格上涨的投机行列，完全不考虑资产的实际价值，而一味地沉浸在对其他投资者发迹的羡慕与赌徒般的兴奋中。在本书中，我们将对产生泡沫的各种因素进行深入探讨。

格林斯潘关于非理性繁荣的演说发表不久，就发生了一场也许是历史上最大规模的股票市场的投机高潮。道琼斯工业平均指数（以下简称“道指”）1994 年初还在3 600点附近徘徊，而到了 1999 年却已经突破了11 000点大关。仅仅在新千年开始的两周后，2000 年 1 月 14 日，道指就达到了11 722.98点的顶峰。以道指为代表的股市整体价格在 5 年内的总涨幅超过了 200%。其他股票指数也在随后的两个月中达到顶峰。从那以后，直到本书出版时，道指再也没有达到过这样的高位。令人好奇的是，道指（以及其他股票指数）的顶峰与新千年庆典结束的日子如此接近：似乎新千年庆典本身是市场推动因素的一部分，而它留给人们的宿醉又将市场重新拉了回来。

然而，同期的一些基本经济指标并没有同幅增长：美国居民个人收入和国内生产总值（GDP）增长不到 30%，如果剔除通货膨胀因素，这个数字还要降低近一半；而企业利润增长也不到 60%。从这些数据中我们不难看出，股价如此大幅度的增长是缺乏实际经济基础的，而且从历史上看，这种情况也不会持久。

图 1.1 显示的是 1871 年 1 月—2005 年 1 月实际（消除通货膨胀因素的影响）标准普尔综合股价指数（real S&P Composite Stock Price Index）（上曲线）以及同一时期相应的实际标准普尔综合收益（real S&P Composite Earnings）（下曲线）的曲线图（月均）。[2]标准普尔综合股价指数在 1957 年建立，它是一个比道指更全面的股票价格指数。它选取了 500 只股票作为计算样本，远远超过道指的 30 只。之所以对通货膨胀进行修正，是因为在这一时期，不同阶段的价格水平是不稳定的（政府通过发行大量的货币推动价格上涨），因此没有经过修正的数据可能误导我们对于股票市场实际增长的判
3 断。图中显示了 1871 年 1 月—2005 年 1 月的实际标准普尔综合股价指数（上曲线）的走势，以及同期公司的总体盈利状况（公司每股收益）。[3]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

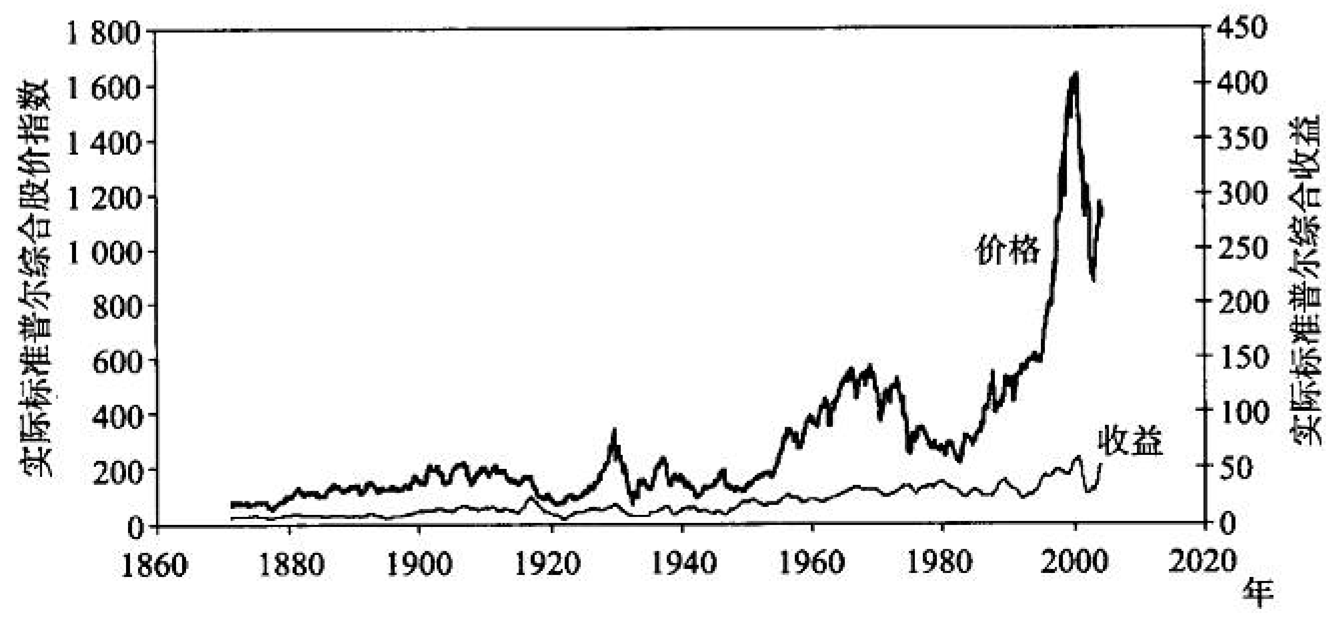


图 1.1　股价及收益率图，1871—2004 年

该图给出了 1871 年 1 月—2005 年 1 月实际标准普尔综合股价指数（上曲线）及 1871 年 1 月—2004 年 9 月实际标准普尔综合收益（下曲线）。

资料来源：作者计算时使用的数据摘自 S&P Statistical Service；U.S. Bureau of Labor Statistics；Cowles and associates，Common Stock Indexes；*and Warren and Pearson*，*Gold and Prices*. 也可参见本章末注释[3]

同期，其他一些国家也出现了股价飞涨的情况。许多国家股指的顶峰大都出现在 2000 年初，时间也较为接近。图 1.2 显示了 10 个国家股票价格的走势。从图中可以看出 1995—2000 年间，巴西、法国、中国和德国股票市场的实际股指增长了 200%左右，英国增长了 100%。就在 1999 年，也就是达到顶峰的前一年，这 10 个国家的平均实际股价增长达到了 58%。所有国家的股价在 1999 年都有大幅上涨，即使是上涨最少的英国也达到了 16%。1999 年，亚洲的股市（中国香港、印度尼西亚、日本、马来西亚、新加坡和韩国）和拉丁美洲的股市（巴西、智利和墨西哥）也都经历了相当大幅度的增长。这实在是一个全球股票市场的繁荣时期。

回顾图 1.1 中标准普尔指数的长期走势，我们可以看出近期的市场行为与过去相比存在显著差异。自 1982 年 7 月触底反弹后，股价便一路攀升，这一趋势一直持续到 2000 年 3 月。1995—2000 年，股价近乎直线上升，价格指数好比一枚火箭直冲图表的顶部，然后急转直下。这次最大规模的股市繁荣被称做“新千年繁荣”。[4]

在股价围绕 2000 年的高点波动的这几年中，股市的起落与公司的收益情况存在显著的相关性。图 1.1 显示，20 世纪 90 年代末期，在股指于 2000 年大幅回落之前，标准普尔综合收益快速增长。就长期而言，收益的变动不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会像股价的变动那样大起大落。事实上，在过去的 100 多年中，公司的收益始终围绕一条缓慢而稳定增长的轨迹上下波动。

4

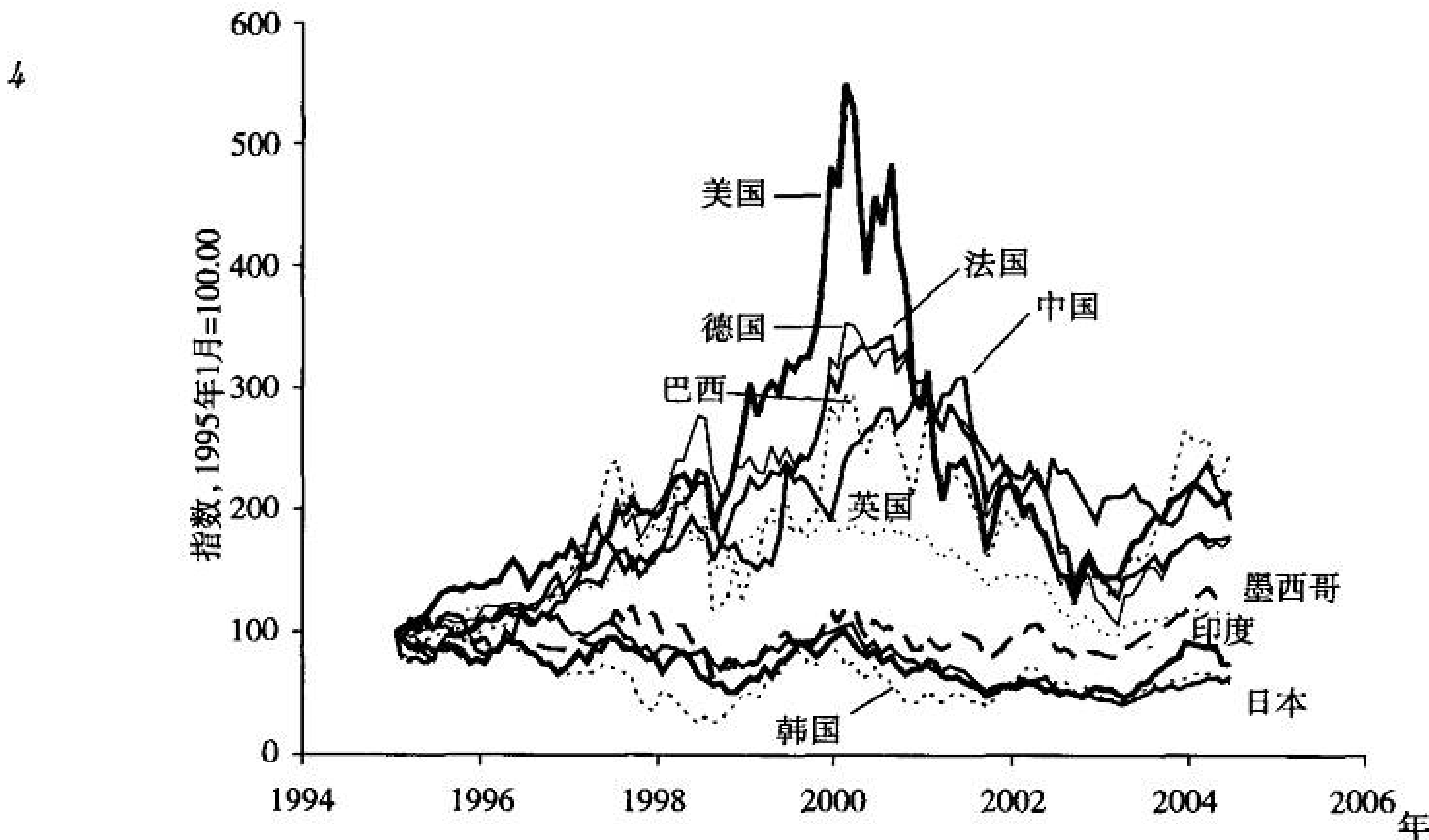


图 1.2 10 国股价走势，1995 年 1 月—2004 年 6 月

该图给出了巴西、中国、法国、德国、印度、日本、韩国、墨西哥、英国和美国的实际（经通货膨胀修正）月收盘价，以上数据运用所在国月度消费价格指数进行了调整，并以 1995 年 1 月的价格为 100 点进行了折算。

资料来源：Bloomberg and International Monetary Fund International Financial Statistics.

5 2000 年前后的这种股票价格走势是美国股市历史上从来没有出现过的。20 世纪 20 年代，股市有过一次著名的井喷，但最终导致了 1929 年的股灾。如图 1.1 所示，那段时期的市场繁荣使股票价格曲线呈现出叶尖形。如果扣除规模差异的因素，20 世纪 20 年代与现今的股市上涨确实有些相似，但这也是历史上唯一可与当前的繁荣相类比的时期。

20 世纪 50 年代末和 60 年代初，股价也有一次显著的上涨，此后是 5 年多的停滞不前，最后以 1973—1974 年的股灾而告终。但那次高涨的幅度肯定不能与现在相比。

◉ 市盈率

图 1.3 显示了 1881 年 1 月—2004 年 8 月按月计算的市盈率（price-earn-

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

ings ratio)。我们这里规定的市盈率，是实际（扣除通胀因素后）标准普尔综合股价指数除以此指数的十年移动平均实际收益（ten-year moving average real earnings）所得到的比值。市盈率可以用来衡量股票价格相对公司实际获利能力的高低。根据本杰明·格雷厄姆（Benjamin Graham）和戴维·多德（David Dodd）1934 年提出的测量法，该比率以十年平均收益为分母。十年平均收益可以熨平第一次世界大战期间收益的阶段性暴涨、第二次世界大战期间收益的阶段性暴跌以及由经济周期引发的时涨时跌。[5]注意图 1.3 中 1997 年出现了一个特大的尖顶，该时期市盈率持续上升，至 2000 年 3 月 24 日竟高达 47.2。用该方法得出的市盈率还从未达到过这样的高度，最接近的一次是 1929 年 9 月，当时的市盈率为 32.6。 6

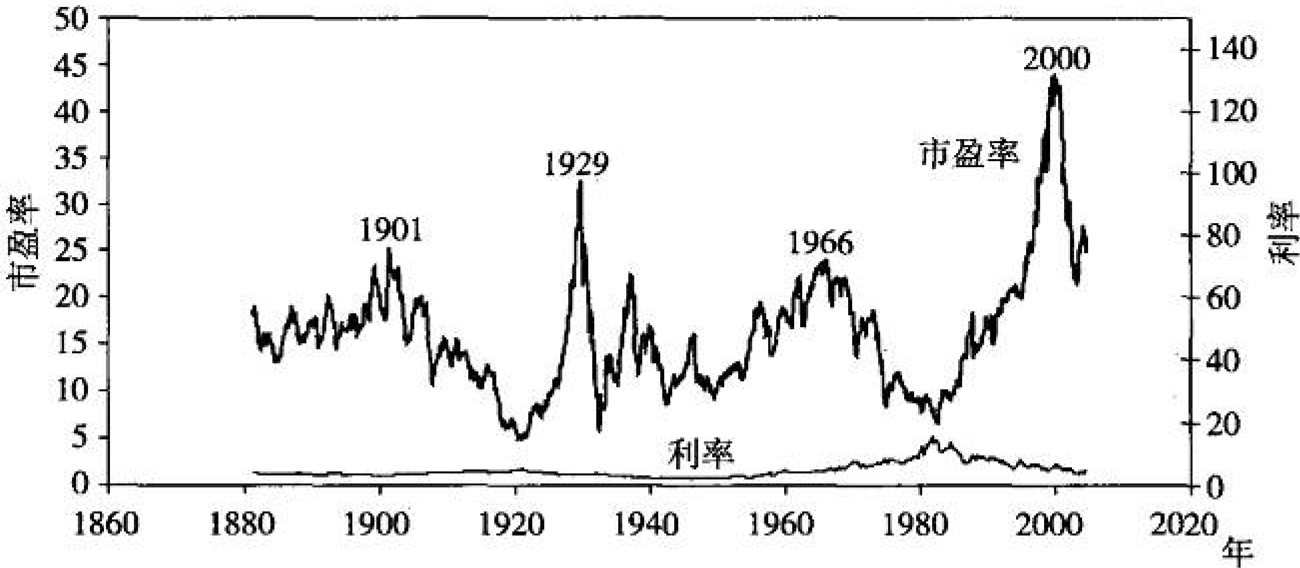


图 1.3　股票市盈率与利率曲线图，1881—2004 年

该图给出了 1881 年 1 月—2004 年 8 月按月计算的市盈率。分子是实际（扣除通胀因素后）标准普尔综合股价指数的月度值，分母是该指数的十年移动平均实际收益。图中标出了顶峰位置所在的年份。

资料来源：作者计算时使用的数据来源同图 1.1。利率是 1881 年 1 月—2004 年 8 月美国长期国债的名义收益率(作者将长期利率系列分拆成了两个历史时期)。[6]

2000 年的收益数据比利用格雷厄姆和多德测量法计算出的长期收益要高，但这并不奇怪。真正不寻常的因素是价格的走势（如图 1.1 所示），而并非收益。

1990—2000 年股价的走势十分惊人，这肯定与该时期实际收益的不寻常表现有关。在 1992—1997 年的 5 年中，实际收益增长十分迅速，实际标准普尔综合收益翻了一番。实际收益连续 5 年保持如此高速的增长在近半个世纪以来也属罕见。不过，1992 年正值经济萧条末期，在萧条时期收益率只是暂时处于低谷。[7]而从历史数据来看，在经济不景气和萧条之后，降至低谷的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

20 年代，回报率将会大大提高。

第二次市盈率达到高峰是在 1929 年 9 月，这是 20 世纪 20 年代的最高记录，同时也是迄今为止的第二高点。在经过了 20 世纪 20 年代辉煌的牛市之后，市盈率达到了 32.6，可是众所周知，股市在这一高度发生了崩盘，到 1932 年 6 月，实际标准普尔综合股价指数下跌了 80.6%。这次实际价值的下跌持续了很长时间，造成了巨大影响，实际标准普尔综合股价指数直到 1958 年 12 月才恢复到 1929 年 9 月的水平。1929 年 9 月以后的 5 年里，年平均实际回报率（含股息）为−13.1%；1929 年 9 月以后的 10 年里，年平均实际回报率（含股息）为−1.4%；1929 年 9 月以后的 15 年里，年平均实际回报率（含股息）为−0.5%；1929 年 9 月以后的 20 年里，年平均实际回报率（含股息）为 0.4%。[11]

第三次市盈率达到高峰是在 1966 年 1 月。如图 1.3 所示，市盈率达到了局部最高值 24.1。这一高峰的出现离不开约翰·肯尼迪总统执政时期的威望和才能，他的副总统林登·约翰逊也起了很大的作用（在肯尼迪遇刺后，林登·约翰逊接替他担任美国总统），因此，我们不妨称之为“肯尼迪-约翰逊高峰”。1960 年 5 月以后的股市经历了高度的繁荣，此后的 5 年里价格上涨了 52%，从而形成了这一市盈率高峰，同时也是该时期的最高值。这段时期里，在价格上涨的同时，收益也上涨了 36%。出现这一收益增长后，市场预计这一增长有望持续下去，然而事实并非如此，在接下来的 10 年里，实际收益的增长微乎其微，实际价格则在 1966 年 1 月的水平徘徊，在 1968 年曾一度有所突破但很快又重新跌落。到 1974 年 12 月，股票实际价格与 1966 年 1 月相比下跌了 56%。股票实际价格直到 1992 年 5 月才重新回到 1966 年 1 月的高度。1966 年 1 月以后的 5 年里，股市的年平均实际回报率（含股息）为−2.6%；1966 年 1 月以后的 10 年里，年平均实际回报率（含股息）为−1.8%；1966 年 1 月以后的 15 年里，年平均实际回报率（含股息）为−0.5%；1966 年 1 月以后的 20 年里，年平均实际回报率（含股息）为 1.9%。 8

这些不同历史时期股价短暂冲高的例子说明，非理性繁荣并不是新生事物，并且这样的景象还在不断重演。在本书的第 10 章中我们将继续讨论市盈率指标对非理性繁荣的预测能力。

◉ 利 率

图 1.3 包含了长期政府债券的利率曲线。利率是与股票市场价格相关的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

重要经济变量之一。在 20 世纪 90 年代股市的上涨过程中，利率始终呈现回落的态势。事实上，自 1982 年股市处于底部起，利率就基本处于回落的状态。人们普遍认为利率的下降能够解释 20 世纪 90 年代股票市场价格的上涨。

在 1997 年 7 月格林斯潘提交给国会的《货币政策报告》中提到，自 1982 年以来 10 年期债券的收益率与市盈率呈现显著的负相关关系。当然这里指的是利率和市盈率之间的关系。[12]事实上，从 20 世纪 60 年代中期到 80 年代初，利率水平逐步提高，而市盈率水平则逐渐下降。从 80 年代初到 90 年代末，正如格林斯潘所言，利率下降而股价不断攀升。股票市场与 10 年期利率的这种关系被称为联邦储备模型（Fed model）。20 世纪 90 年代后期以来，利用联邦储备模型来判断市场水平的高低在专业人士中已经十分盛行。当人们看到利率水平降低时，就会想到股票的价格相对于其收益将有所上升。既然债券或其他竞争性资产的预期长期收益将下跌，那么股票投资则显得更具有吸引力。在 90 年代后期，商业类电视节目中经常涉及联邦储备模型，甚至多到了令人厌烦的程度。

9 但是，联邦储备模型事实上是相当不可靠的。[13]如果我们考察图 1.3 所示的各个时期的整体走势，就会发现利率和市盈率之间并不存在高度的相关关系。比如在大萧条时期，利率很低，根据联邦储备模型股价应该相对于公司的收益呈现较高水平，但是事实并非如此。

2000 年股市达到顶峰之后，利率和市盈率同时走低，这也明显和联邦储备模型的判断不相符。由于以上这些悖论的存在，现在人们已经很少使用联邦储备模型了。

尽管利率确实对市场有影响，但是市场对于利率所作出的反应却是不可预知的。这需要我们投入更多的精力去了解市场的运行及其行为规律。我们将在第 10 章中对相关问题进行进一步探讨。

◉ 对非理性繁荣的忧虑

2000 年，我所遇到的大部分人，不管从事什么职业，都对股市感到困惑。我们不知道目前的股价水平是否合理，不知道高股价是否真是所谓的“非理性繁荣”；我们不知道某些盲目乐观的态度是否已经渗透了我们的思想，影响着我们的重大决定；我们不知道如果股市突然回调，会出现什么样的后果，我们也不知道曾经有过的市场心态是否会卷土重来。

甚至连艾伦·格林斯潘也不知道这些问题的答案。在我向他和美联储证

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



明股市水平不合理性后的第二天，他发表了“非理性繁荣”的演说，可是仅仅几个月后，他又站到了乐观派的一边，提出了当今经济和股市正处于“新时代”的说法。事实上，格林斯潘对公开言辞一向十分谨慎，他从来没有明确表示过赞同或否定任何一方的观点。他就像是一个生活在现代社会里的先知，满口都是富有哲理的谜语，他总是以提出问题的方式发表一些评论。然而，人们在试图理解和解释他的评论时经常忘记，其实就连格林斯潘自己也不知道这些问题的答案。

在2000年股价达到顶峰之后的这几年里，市场出现了大幅下跌，但是仍然处于一个很高的历史水平。新闻媒体已经厌倦了对股市高价的报道，在展望股市未来发展时也常常忽略对当前高价位的讨论。然而谁都明白我们的 10
股价过高，每个人在内心深处都对此感到担忧。

事实上，许多真正的决定因素来自我们的头脑。这就是著名经济学家凯恩斯所说的“浮躁情绪”（animal spirits），他认为这是驱动经济的重要因素。[14]这种所谓的“浮躁情绪”还驱动着其他市场，比如房地产市场。在对市场行为的成因进行分析之前，我们先介绍房地产市场上的投机行为。

【注释】

[1] Alan Greenspan, “The Challenge of Central Banking in a Democratic Society,” speech before the American Enterprise Institute for Public Policy, Washington, D.C., December 5, 1996, http://www.federalreserve.gov/BOARDDOCS/SPEECHES/19961205.htm.

[2] 标准普尔综合股价指数也就是我们现在所说的标准普尔500指数。不过，在本书中，我仍然使用了原来的名称，这是因为历史上这一指数并不总是包含500只股票。指数成分的变化可能会影响我们的分析。当然，我们的计算是根据原有的股指成分进行的。在杰里米·西格尔（Jeremy Siegel）的研究报告中就提到，1957年包含在标准普尔综合股价指数中的500家公司，到2003年只剩下125家了，而这125家公司构成的指数的收益率远远高于现在的标准普尔500指数。参见 Jeremy J. Siegel, *The Future for Investors* (New York: Crown Business, 2005)。

[3] 价格、股息、收益等数据的来源与我以前出版的《市场的波动性》(*Market Volatility*, Cambridge, Mass: MIT Press, 1989) 一书第26章中所提到的数据来源相同，只是将年度数据改为了月度数据。月度股息和收益数据是根据1926年以来的标准普尔四个季度总数计算而得的，并将这些数据绘成月度数据图表。1926年以前的股息和收益数据则是根据考勒斯公司出版的《普通股票指数》(*Common Stock Indexes*, 2nd ed., Bloomington, Ind.; Principia Press, 1939) 以及年度数据得来。股票价格数据为每日收盘价的月均价格。1913年以后的CPI-U（消费价格指数——所有城市消费者）是由美国劳工统计局公布的；1913年以前的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

CPI-U 则是通过将沃伦和皮尔森的价格指数乘以 1913 年 1 月 CPI-U 与沃伦和皮尔森价格指数的比值计算而得。参见 *Gold and Prices*（New York：John Wiley and Sons，1935）。数据取自该书 11～14 页表 1，为了方便绘图，我将不含通货膨胀因素的数据乘以某个常数，从而使其在 2004 年 6 月的数值与其名义价值相等，这样所有的价格都以 2004 年 6 月为基准。

以前我在研究股票价格时（大部分工作是与约翰·坎贝尔合作完成的），为了使所有商品扣除通货膨胀的影响，使用的是生产者价格指数（PPI），而并非消费价格指数（CPI）。以前，PPI 和 CPI 几乎没有什么差别，只是在短期波动方面略有不同，但是自从 20 世纪 80 年代中期以来，二者有了明显的不同。除非特别说明，本书有关美国股票市场的统计数据均来自本注释所示的来源。本书和《市场的波动性》第 26 章的所有数据目前在我的个人网页 http://www.econ.yale.edu/～shiller 上均可查到。

[4] 有人建议我在绘图时使用对数或比例尺，以避免明显的价格上涨所引起的误解。但我并不认为绘图方式会引起什么误解。用相同方法绘制的收益图最后也并没有表现出任何不正常的走势。

[5] 在计算分母时，考虑到计算期的实际收益可能为零，计算移动加权平均值是非常必要的。在计算分子时，因为我们的计算从 1871 年开始，因此每年的调整后的标准普尔指数值都是大于零的，不过未来这一指标的值当然也可能会小于零。在 1931 年和 1932 年的国民收入账户中，企业税后利润事实上已经为负值。一旦股票的收益为零，其当年的市盈率会呈正无穷大，从而表明综合股票市场的价格将无限上涨。

[6] 从 1953 年开始，利率数据来自联邦储备系统的美国长期国债。1953 年以前的数据，来自西德尼·霍姆（Sidney Homer）在 1963 年出版的《利率的历史》(*A History of Interest Rates*, New Brunswick，N. J.：Rutgers University Press，1963）一书。

[7] 在股市上涨期间，公司业绩的增长也部分得益于股价的上涨。因为一些养老金账户规定要将其投资组合账面价值的增长在账户的资产中作出反映。参见 Julia Lynn Coronado and Steven A. Sharpe，"Did Pension Plan Accounting Contribute to a Stock Market Bubble?" Washington D. C.：Board of Governors of the Federal Reserve System，Finance and Economics Discussion Series No. 2003 - 38，2003.

[8] 一些学者指出，因为不存在公元零年，所以每个新世纪应从年数以"1"结尾的 1 月 1 日开始计算。1900 年时，人们对此很清楚，所以过了一年才进行庆贺，而人们庆祝第三个千年时可不这样，迎接新千年的活动在 2000 年就开始了。

[9] 30 年来与收益相关的价格上涨十分缓慢（1871 年 7 月—1900 年 7 月，实际收益年增长率为 2.3%，而价格的年增长率略高，为 3.4%）。

[10] 这些数字是实际收益的几何平均数，是根据标准普尔综合股价指数以及生产者价格指数（因为消费价格指数自 1913 年后才有）换算得来的实际价值。

[11] 也可参见 Ibbotson Associates，*Stocks，Bonds，Bills and Inflation：1999 Yearbook，Market Results for 1926—1998*(Chicago：Ibbotson Associates，1999)。当将本处所示收益数据与上述书中自 1926 年以来相应时间段的收益数据对比时，请注意上述书中记载的只是年度数据，因此会遗漏掉股市中的高峰和低谷。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

[12] 参见 Federal Reserve Board，"Humphrey-Hawkins Report July 22，1997，Section 2：Economic and Financial Developments in 1997"，http://www.federalreserve.gov/boarddocs/hh/1997/july /ReportSection2.htm。该模型附有一张题为"证券估价与长期利率"的图表，在图表中标示了 1982—1997 年间 10 年期债券利率与市盈率的走势。

[13] 根据相关经济理论，如果实际利率与市盈率之间存在任何联系，那么名义利率就会出现异常。在第 3 章中，我们将继续对相关问题展开分析。也可参见 Franco Modigliani and Richard A. Cohn，"Inflation，Rational Valuation，and the Market，" *Financial Analysts' Journal*，35 (1979)：22 - 44；reprinted in Simon Johnson (ed.)，*The Collected Papers of Franco Modigliani*，Vol. 5 (Cambridge，Mass.：MIT Press，1989)。

[14] 凯恩斯提出的"浮躁情绪"与所谓的"非理性繁荣"的含义是相同的。凯恩斯可能是 20 世纪最具影响力的经济学家。他于 1936 年出版了著名的《就业、利息和货币通论》。这本革命性的著作影响了世界各国财政与金融政策的制定者。他在书中写道，即使我们能够远离投机活动所导致的市场波动，那些由人性的本质特征所引起的市场的不稳定性仍然存在。在我们所进行的积极的经济活动中，大部分取决于自发的乐观主义精神，而不是理性的计算。也许大部分决策是花费了大量的时间作出的，但它们往往是浮躁情绪的结果。这种自发的激励刺激着人们在不考虑平均的收益水平和风险的情况下去采取行动。参见 John Maynard Keynes，*The General Theory of Employment，Interest and Money* (New York：Harcourt Brace & World，1961)，p. 161。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net
www.53188.com

第2章 房地产市场的历史回顾

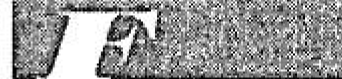
11 在过去的几年中，那些对股票市场产生影响的心理因素同样潜在地影响着其他市场。房地产市场，尤其是个人住房市场有时也显示出投机性泡沫的存在。由于住房价格日益显著地受到心理因素的影响，房价持续攀升，住房价格也成为人们关注的流行话题。不过，房地产市场与股票市场之间还是存在显著的差别。

下面，我们来看一些最新的房地产市场泡沫的案例。2000年以后，澳大利亚、加拿大、中国内地、法国、中国香港、爱尔兰、意大利、新西兰、挪威、俄罗斯、南非、西班牙、英国和美国等国家和地区的房地产价格都经历了急速的上涨[1]，在中国内地还出现了非常明显的结构性房地产泡沫。[2]我们之所以认为这些新近出现的泡沫比较严重，主要是因为它们还没有从我们的记忆中消失，可以让我们清晰地思考潜藏在这些泡沫下面的心理因素。

房地产泡沫像股票市场泡沫一样神秘和难以理解。当泡沫发生时，有很多流行的解释，但这些解释并不总是正确的。

对于20世纪90年代以来很多地区房地产价格的上涨，一种解释认为，人口压力使得土地资源日渐枯竭，因此必然导致住房价格的上涨。但实际情
12 况是，1990年以来人口增长非常稳定而缓慢，土地资源也并未枯竭。另一种解释认为，住房价格上涨的原因是，需求的过快增长导致建造住房所必需的劳动力、木材、混凝土和钢材的价格高启，但事实上建筑成本并未超出其长

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



期运行趋势的范围。此外，还有一种解释认为，泡沫的出现是由于很多国家通过降低利率来应对全球经济的衰退。当然，较低的利率水平是导致房地产价格上升的因素，但历史上各国中央银行曾多次降低利率，却从未出现过如此一致的房地产价格泡沫。

究竟是何原因引起了世界上如此众多的地区出现房地产泡沫？理解这一现象具有重要的意义。很多人担心，这些地区住房价格的泡沫会像 20 世纪 80 年代日本城市的地价泡沫一样，带来灾难性的结果，使得房价从顶峰跌落后十几年中都处于低迷状态。理解上述任何一种价格波动以及这些价格波动的含义都是十分困难的，在本书中，我们将系统地讨论这一问题及其解决方法。

我们将这些近期发生的事件放入一个更长期的历史视角来考察，以期能够找到一些相关问题的答案，比如：目前的情形是以前从未遇到过的吗？我们拥有关于这些事件的足够的案例资料吗？房地产价格真得像许多人认为的那样，存在一个强烈而稳定的长期上升趋势吗？或者说他们真的是这么想的吗？房地产泡沫的真实起因是什么？本章的一个重要结论是，一国内或不同国家间的住房价格投机较以往更难预防。

◉ 住房价格的长期走势

我构建了一个从 1890 年至今的美国住房价格指数，以期通过引入一系列相关变量提供一个标准的住房价格估计值。在我的指导下，我的研究助手们还创建了另外一个指数，以弥补 1934—1953 年的数据缺口。图 2.1 显示了从 1890 年开始，美国住房价格指数与建筑成本、美国人口、长期利率的变动趋势。

图中绘制的住房价格指数还存在一定的缺陷，尚需进一步改进，不过这是目前最好的长期指数。其他国家甚至还没有公布这样的长期住房价格指数。

请读者注意从 20 世纪 90 年代末以来住房价格的异常变化。尽管房价的涨势出现得相对较晚，但是这种飙升行情与 20 世纪 90 年代中期股票市场的行情十分相似，房地产价格从 1998 年开始上涨，而股市的飙升始于 1995 年（也有人认为是 1982 年）。1997—2004 年，美国的实际住房价格整体上升了 52%。在美国一些热点地区房价的涨幅高于 52%，其他地区低于这一数值。尽管比不上 1995—2000 年间股票市场的三轮上涨，但比较美国住房价格的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

13

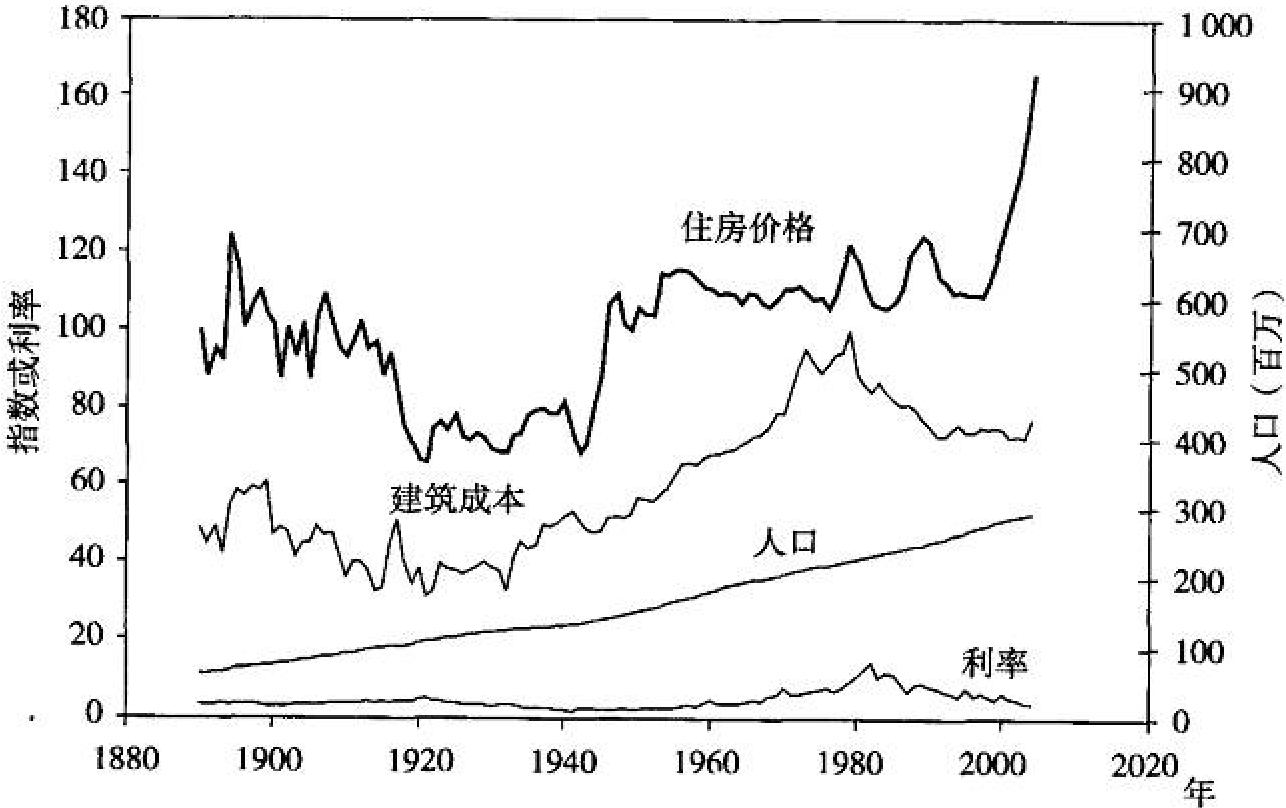


图 2.1　美国住房价格、建筑成本、人口和利率走势，1890—2004 年

粗线（左边的坐标）是经通货膨胀调整的美国实际住房价格指数，1890 年＝100，在现有的指数和住房价格的原始数据的基础上建立[3]；细线（左边的坐标）是经通货膨胀调整的建筑成本指数，1979 年＝100，在已公布的两类建筑成本指数的基础上建立[4]；细线（右边的坐标）是从美国人口普查中得到的全美人口数量（百万）；最下面的细线（左边的坐标）是作者通过两个资料来源构建的长期利率走势。[5]

长期历史趋势，这一涨幅还是很惊人的。想要发现住房价格走势的异常情况，我们不能只观察近几年住房价格的走势。在美国历史上，只出现过一次类似的住房价格的大幅上涨，那就是第二次世界大战之后。

1998 年以来住房价格的上涨远快于同期收入的增长，这种价格的上扬已经影响到住房价格的长期稳定，尤其是价格波动最大的那些州。1985—2002 年，美国住房价格波动最大的 8 个州的住房价格与年收入的比值由 4.9 升至 7.7，因此在这些州，家庭预算面临新的重大压力，这种压力来自如何偿还抵押贷款。[6]

14 通过考察图 2.1，你可能会得到这样一个印象，1997 年开始的住房价格上涨的势头是如此强劲，并且这一趋势可能还会持续若干年。在 1997—2004 年间，住房价格上涨的势头如此坚挺，几乎每一年的房价增长率都有所上升，预示着住房价格将继续上扬。

预测投机性价格真的很困难吗？如何才能预测房价？住房价格的变动真的接近随机游走状态吗？事实上，统计分析表明，住房价格的走势具有一定的可预测性。[7]但是，这种可预测性并不是在股票市场上追踪热钱的流向。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

由于住房市场的交易进入和退出成本较高，因此资金不可能像在股市中从事投机性活动那样轻易地抓住获取利润的有利购买时机。对大多数人来讲，利用房价的走势获取购买住房的有利时机不是一件容易的事情。

通过对住房价格预测模型的统计分析，我们发现在住房价格的波动中，有大约 50%可以提前一年得到有效的预测。虽然 50%的不可预测性似乎多了一点，但仍然有很多波动是可以预测的。回头看图 2.1，有人可能会说，任何一个拿着铅笔的人都可以判断出美国住房价格的近期走势，而未来一年内房价如何变化还是很难确定。房价的上涨趋势是延续还是会减缓很难判断，这种趋势也可能会突然中断，然后开始反转。而且，如果将预测的期限增至 5 年甚至 10 年，谁也不知道房价会怎么样。但是，那些希望长时间居住的购房者们关心的正是这种长期预测的结果。

最后，我们想要了解如何通过历史事件进行预测。很不幸，除了第二次世界大战结束后的住房价格繁荣之外，在美国历史上没有其他的类似事件发生，而第二次世界大战后的房价繁荣与近期的房价繁荣存在本质的区别，这意味着那些想为他们的预测找到科学基础的统计学家们面临着一个两难选择。

显然，不可能仅仅依靠图 2.1 中列出的建筑成本、人口或利率来解释美国住房价格的变化。住房价格每年变动的模式与其中任何一个因素没有显示出持续的相关，没有一个因素可以解释始于 1998 年的房价的火箭式上升。建筑成本自 1980 年起，总体上就呈现持续的下降趋势[8]，人口增长也很稳定。虽然利率在下降，但长期利率的下降相对平缓，基本保持在 20 世纪 80 年代的水平。[9]

通过比较图 2.1 显示的住房价格变动轨迹和图 1.1 显示的股票价格变动轨迹，我们可以看出，美国股市的繁荣与房地产市场的繁荣之间事实上不存在相关关系。一个唯一的例外是，始于 1998 年的房地产市场的繁荣发生在 1995 年股票市场开始明显上升之后的几年。这也许在一定程度上可以解释为房地产市场对股票市场的反应：国际清算银行最近发表的一份对 13 个发达国家住房价格的研究报告认为，住房市场的波峰平均比股票市场的波峰延迟两年出现。[10]

将房地产市场最近的交易行为和以前的行为进行比较，将有利于我们了解近期住房价格的异常波动。图 2.1 显示，真实房价在 1890—1940 年间是持续下降的。图中显示，第一次世界大战前住房价格曾经出现过一系列的波动，但当我们试图在相关日期的旧报纸上寻找这些明显价格波动的证据时，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

却发现一无所获。我们怀疑图 2.1 中描绘的早期价格波动是样本误差所致，因此没有反映出真实价格的变化。我将在第 6 章进一步论述相关内容，以便读者进一步理解这一问题。在本章中，我们将关注 1940 年之前的房地产价格的下降趋势和房地产市场的不景气。

19 世纪末和 20 世纪初，在高速公路、运河和铁路的大规模修建过程中多次出现了房地产泡沫，这些泡沫在我们的图表中并未显示。显然，土地会由于周围环境的变化如建筑规划突然变得看似更有价值。原先，土地资源非常充裕，以至在某些地方人们可以 1 美元的价格购买一英亩土地。一旦铁路沿线的土地价格涨至 2 美元一英亩，投资收益将会翻倍，这种前景对投资者来讲无疑是令人兴奋的。区域性的房地产繁荣不再是新鲜事。

第一次世界大战后住房价格的大幅下挫可能与 1918—1919 年间的流感大爆发有关，28%的美国人被感染，67.5 万人因此丧生。[11] 流感迫使人们呆在家里而无法寻找新的住所，这必然会损害经济，也将人们的注意力和谈话内容带离住房市场。在 1920—1921 年间，经济又遭遇了严重的衰退。

此后人们迎来了 20 世纪 20 年代的经济繁荣期，值得注意的是，在这一时期股票市场经历了大幅上升，但住房价格却没有上涨。20 世纪 20 年代著名的佛罗里达土地泡沫还不足以对全美国的居民产生影响。住房价格没有随着股票市场的变化上升，也没有在 1929 年股票市场崩盘中跌落。但 1929 年后，名义住房价格还是有所下降；换句话说，住房价格与消费价格指数是同比例下降的。由于抵押债务不与通货膨胀挂钩，名义住房价格的下降使得很
16 多房屋所有者出现了家庭净负债，迫使其拖欠房贷。另外，在经济大萧条期间，高失业率意味着许多人无法重新进行短期抵押贷款，迫使其违约，最终失去住房。但我们并不能因此认为，20 世纪 30 年初期的住房危机与实际住房价格的下降有关，在 1929 年前后股票市场暴涨暴跌的过程中，实际住房价格始终很稳定。

下面我们来看一下迄今为止美国住房市场上最重大的事件：第二次世界大战结束后住房价格的迅速攀升。尽管真实的涨幅还没有得到准确测量，但是很明显，至少在一些大城市里，在这一时期实际住房价格出现了大幅上升。[12]

这并不意味着投机性繁荣的出现，住房价格并没有超越战后新的均衡点，后来房价也没有走向崩溃。报纸的住房市场板块没有使用住房泡沫之类的词语，也不像我们在 21 世纪初看到的那样，疯狂的购房者不顾一切地希望赶在房价上涨之前买下房产，这与我们在第二次世界大战后的报纸上看到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的故事是截然不同的。

第二次世界大战期间，政府限制严重制约了新住房的供给。战后，退伍的士兵希望重新开始家庭生活，他们带来了生育高峰。事实上，现有住房的价格在战争结束前的 1942 年后就开始上涨了，可能人们已经预期到随之而来的住房短缺。但即使战后住房需求激增，也没有出现真正的购买恐慌，因为随着时间的推移，大量新建住房的出现大大提高了可用住房的存量。

1944 年美国颁布了《士兵权利法案》(the Servicemen's Readjustment Act)，为1 700万人提供购房补贴。这一主要的政府津贴至今仍没有取消，也带来了持久的高房价。同时，这种做法也促进了美国国民的团结，阻止了投机气氛的产生。富兰克林·罗斯福总统称，《士兵权利法案》引发了对美国军人的明显关注，美国人民不再让他们失望了。[13]在战后高价购买住房的人，是那些迫不及待要搬进新居的人，而不是期待房价进一步上涨的投机者。其他人只是简单地寻找一个临时住所，希望等到房价下跌（从未出现过），或在为买房而攒钱。事实上，第一次世界大战后实际住房价格是经过一个曲折的下降期后才开始上涨的，这一价格下降期也混杂着投机性恐慌。人们一定记得第二次世界大战后的那段插曲，在对战争结束后住房价格将飞涨的担忧还未结束之前，人们又开始普遍担忧类似 20 世纪 30 年代的大萧条将重新出现。 17

看起来，大多数地区的人们并不担心价格会超出市场的承受能力，他们并未完全预期到住房价格涨势的到来。人们指望新增建筑会阻止任何剧烈的房价上涨，事实上年新增住房数从 1942 年的 14.2 万栋增至 1950 年的 195.2 万栋。但即使是大量的住房供给也未阻止房价的上涨，人们普遍认为房价应该上涨。

现在的情况完全不同，人们日益感到担忧和不安，股票市场和房地产市场不时出现的骤然波动反映了这一点。1997 年后的繁荣开始之前，房地产市场经历了两次不合时宜的启动（也可以说是失败的上涨），一次在 20 世纪 70 年代末期，一次在 80 年代末期，出现了区域性的市场繁荣但并未扩展到全国。70 年代末期的繁荣主要局限在加利福尼亚，80 年代的繁荣则主要发生在东西海岸。

即使从 1998 年开始的美国房价的猛烈上涨，也不是在所有地方都有发生。图 2.2 显示了许多美国城市实际住房价格的走势。波士顿和洛杉矶的房价走出了戏剧性的反转行情，样本期末的房价已经居高不下。但与此截然相反，密尔沃基和克利夫兰的房价却极端平稳，没有偏离稳定的长期趋势。在 20 世纪 80 年代，波士顿和洛杉矶的房价高涨时，菲尼克斯的房价却在下跌，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与此同时密尔沃基和克利夫兰的房价走势极端平稳。迈阿密的房价在 20 世纪 80 年代末期走势平稳，90 年代初期下降，但 2000 年以后开始与全国房价一起攀升。

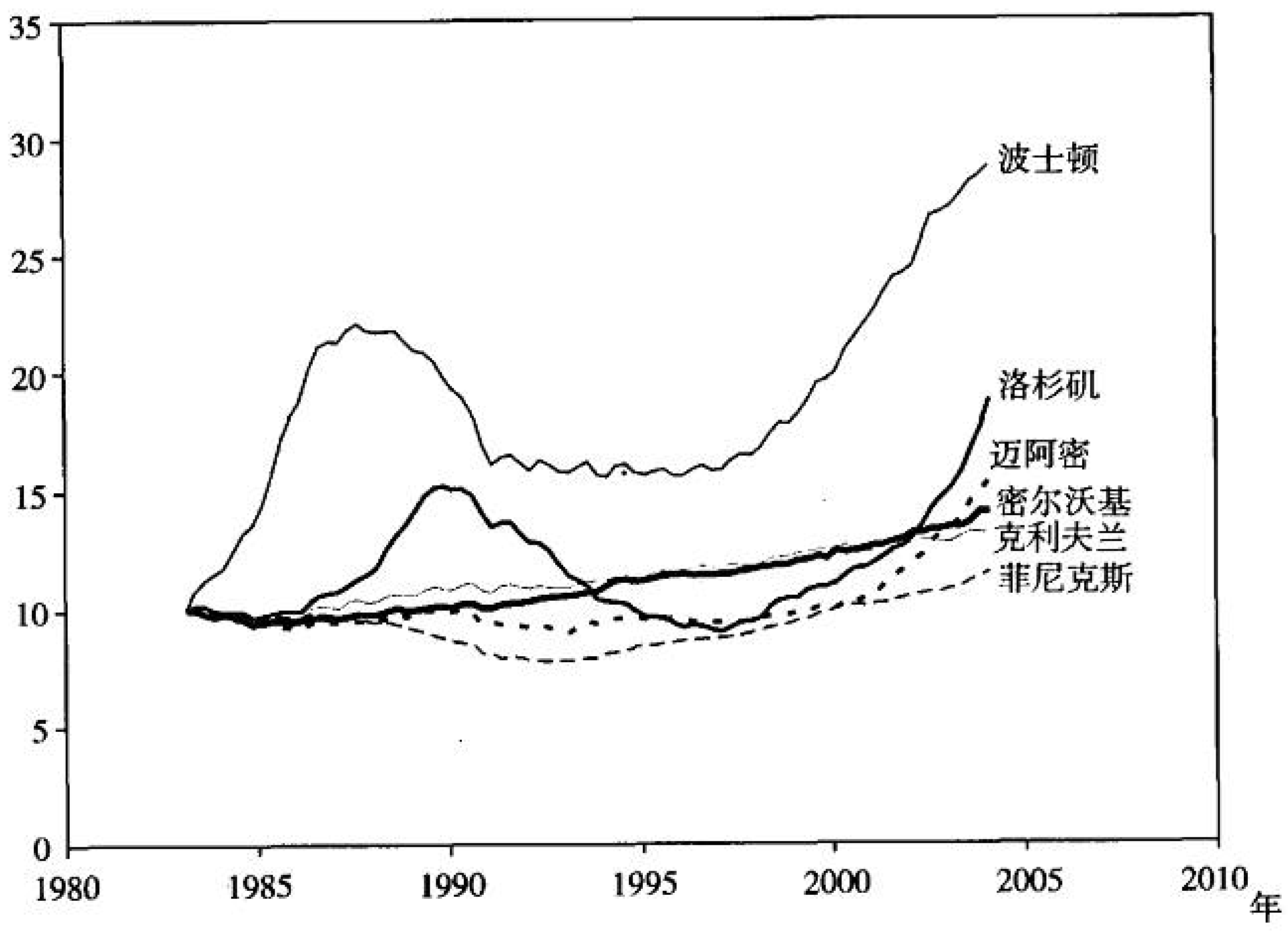


图 2.2　样本城市住房价格季度数据，1983—2004 年

资料来源：住房价格指数摘自 Fiserv CSW 公司，经由美国劳工统计局公布的消费价格指数平减，1983 年＝100。

人们普遍认为，美国不存在全国性的住房市场，只有区域性市场。不过，这只是一种观点，并不完全是事实，而且越来越与事实相悖。美国许多地方的房地产市场都呈现出高度稳定和同趋势变化，特别是在 2000 年很多市场均出现了快速的变动，越来越多的证据表明全国性的市场已经初露端倪。

开始于 1998 年的美国住房价格上涨最初集中在某些州和大城市附近，在房价上涨比较集中的地区，流传着许多与住房市场繁荣相关的故事。很多人几乎没机会看房子一眼，就急匆匆地以高于开盘价的价格将前一天才开盘的住房买走。人们担心房价会出乎意料地快速上涨，导致他们买不起住房，因此才匆忙作出购买决定。但在一些没有出现过房价疯涨历史的城市，很少有类似的故事发生，投资者对房价的变动也没有什么反应。

此外，在世界一些知名的大城市和相关地区，房地产泡沫正在形成。总

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的来说，这些地区正经历着巨大的房地产泡沫。透过这些城市可以发现，不止一个国家的房地产市场正在发生这种情况，这是一个世界性的市场。图 2.3 显示了波士顿、伦敦、莫斯科、巴黎、上海、悉尼和温哥华等知名国际化城市的住房价格。这些城市房价走势惊人地相似（在经历了 20 世纪 80 年代末到 90 年代末之间的停滞和下跌之后，住房价格开始了惊人的上涨），同样相似的还有广为流传的有关住房的言过其实的兴奋和投机的故事。最近并不仅仅只有这些城市遭受了巨大的房地产泡沫的冲击，包括孟买、哥本哈根、都柏林、杭州、伊斯坦布尔、马德里、拉斯韦加斯、墨尔本、纽约、罗马、圣地亚哥、天津和华盛顿在内的城市都面临这一情况。房价引发了人们的兴奋情绪，并且漂洋过海影响了全世界。

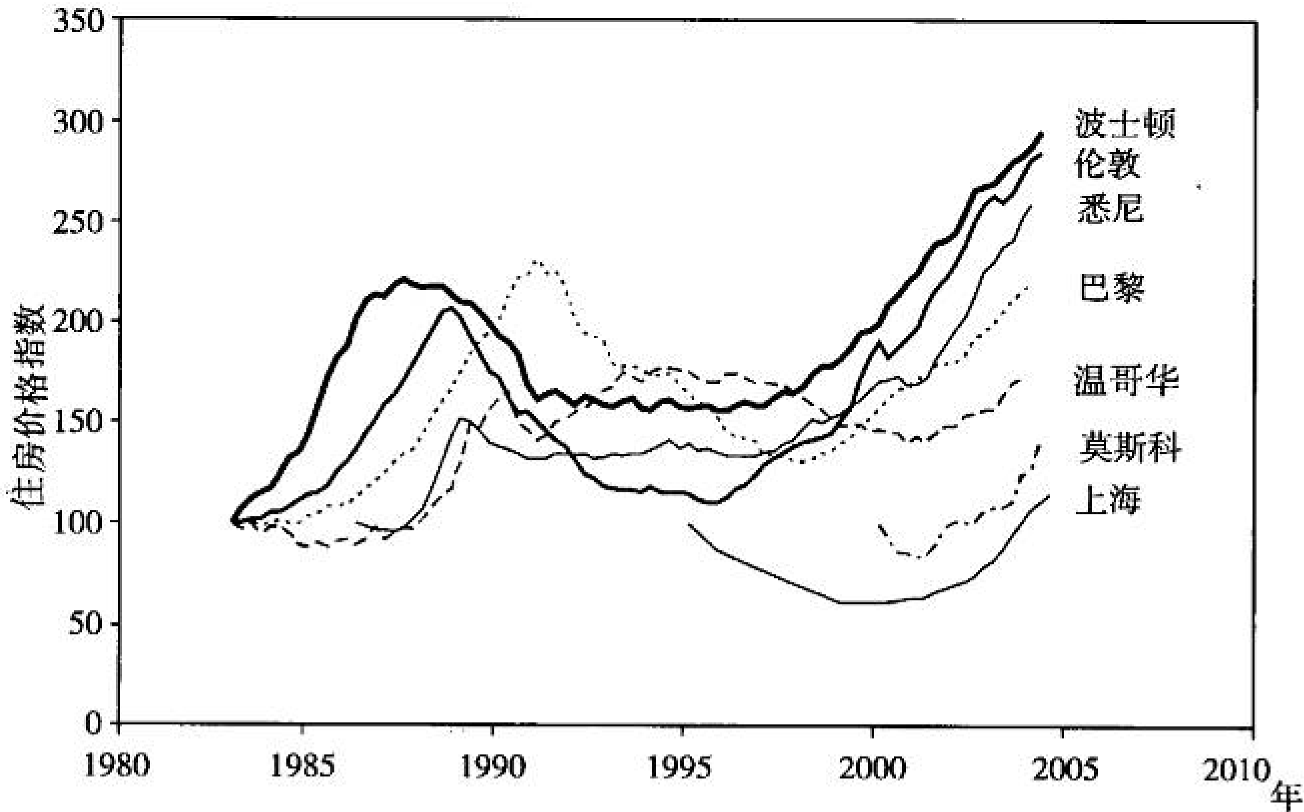


图 2.3 世界各地城市住房价格的季度数据，1983—2004 年

资料来源：波士顿(1983 年第一季度＝100，粗线)：Fiserv CSW；伦敦(1983 年第一季度＝100，粗线)：Halifax；悉尼(1986 年第二季度＝100，细线)：Australian Bureau of Statistics；莫斯科(2000 年第一季度＝100，点线) apartment prices per square meter，Russian Guild of Realtors；巴黎(1983 年第一季度＝100，点线) price per square meter of existing apartments in Paris：Indice Notaire INSEE since 1991，before 1991 Chambre des Notaires de Paris，data courtesy Philippe Trainar，Fédération Francaise des Sociétés d'Assurances；温哥华 (1983 年第一季度＝100，虚线)，index courtesy of Tsur Somerville，University of British Columbia；上海(1995 年第一季度＝100，实线)：China Real Estate Index System. 上述每一个住房价格指数都经过了各自国家消费价格指数的调整。消费价格指数以 1983 年第一季度的数据为基期进行计算。

图中的这些城市是根据他们房价运行轨迹的相似性来选择的。事实上，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

世界上的其他一些城市显示出完全不同的运行模式。如 20 世纪 80 年代，图中显示的城市经历房价泡沫的同时，东京城市住宅用地的价格在 1985—1990 年间却翻了一倍，但其后房价开始走下坡路，2000 年后也未见起色，到 2004 年房价下跌了将近一半。[14]1991—1995 年间，德里中心地区的住房价格翻了一倍，图 2.2 显示的城市的房价却在下跌。而到 2003 年前，图 2.2 中城
20 市的房价上涨的时候，德里的房价却下跌了一半。[15]尽管如此，如图 2.3 所示，众多世界最著名城市的房价走势如此惊人地相似，还是有些令人迷惑不解。在本书后面的内容中，我们还会努力解释这种相似性。

◉ 实际住房价格长期上升趋势的缺失

在图 2.1 中，读者会发现一个明显的特征，从 1890 年开始实际住房价格没有出现过连续的上升趋势。实际上，2004 年美国实际住房价格整体上比 1890 年上涨了 66%，在此期间的上涨主要发生在两个时期：第一个时期是第二次世界大战以后的一段时间（第一次上涨发生在 20 世纪 40 年代早期，恰好在战争结束前）；第二个时期是 20 世纪 90 年代。它看起来是对 20 世纪 90 年代股票市场繁荣（或对股票市场繁荣和衰落）滞后反应的时期，初次上涨发生在 1998 年。这两个时期之外的其他时间，实际住房价格基本上是平稳运行或者下降。此外，房价的总体涨幅也很小（1890—2004 年的 114 年间实际住房价格上涨了 66% ，年均增长仅 0.4% ）。

人们之所以对房价的上涨印象深刻，可能是因为住房购买频率很低，使得人们能够记住很久以前的购买价格，并对先前的购买价格（房价包括消费价格指数更低时）与目前价格的差别感到吃惊。股票市场则不会发生这种情况，因为公司会周期性地拆股，以保证股票价格的稳定，在美国目前股价大约是每股 30 美元，因此人们无法像对住房一样对股票价格进行长期比较。

例如，一个年纪稍大的人可能会奇怪：为什么在 1948 年仅用 1.6 万美元就可以买到的一套住房，到了 2004 年要卖 19 万美元。乍看起来房地产投资利润可观，但事实上，1948—2004 年间消费价格指数翻了 8 倍，因此实际住房价格只上涨了 48%，每年涨幅不到 1%。此外，这部分的增长中还包含了房屋品质的提高等因素。即使 2004 年该房产的售价达到 36 万美元，这项投资仍然称不上高回报，50 年里其实际价格只翻了三倍，年均增长不到 2%。

为了进一步考察这些极少反映住房实际价值的数据是否存在错误，我请
21 教了一些经济学家，以帮助我找到其他更加长期的住房价格指数，从而为研

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

究房地产价格的长期走势提供独立的证据。我能够找到其他一些长期住房价格指数，即使这些指数不能涵盖完整的时期或国家，但也可以为长期趋势提供更多的线索。

美国的人口普查开始于 1940 年，每 10 年进行一次，调查会询问房主对其住房的估价。1940—2000 年间，经通货膨胀修正的估价均值年均上涨 2.0%，显著高于图 2.1 中住房价格指数揭示的 0.7%的真实增长率。60 年间 2.0%的增长率意味着比总体评估的 0.7%的增长率高出两倍。但人口普查数据没有考虑在图 2.1 中显示出的不断提高的房屋质量和不断增大的面积。根据美国人口普查，1940 年以来住房情况已经发生了很大的改变，那时 31%的家庭住房没有自来水，38%的住房没有浴缸或淋浴。与那个时期相比，现在人们的居住标准已经有了大幅提高，居住条件也相应得到了较大改善。从 1940 年到现在，在美国人口增长一倍的同时，人均收入提高了 4 倍，同时也修建了更多高级住宅。1940 年那些狭小而低质的住房已经彻底消失了，所以我们从现在能看到的老房子那里得出一个错误的印象：过去的房子跟现在似乎差不多，这些老房子每年大约 2%的增值就反映了这一点。

曾有学者构建了房价指数，以衡量 1628—1973 年间阿姆斯特丹一条古老的运河——海伦运河两岸高品质住房的价格走势。根据阿姆斯特丹大学教授皮耶特·艾可霍兹（Piet Eichholtz）的观点，这一地区非常适宜构建房价指数，因为这里的住房历经几个世纪仍然没有什么改变，而且房屋出售数据被精心地记录和保存下来。正如人们期望从这一城市得到的，房价指数显示这一时期大部分房价的波动与 17 世纪早期的郁金香热事件有关。根据艾可霍兹的数据，海伦运河的房价在 1628—1629 年和 1632—1633 年涨了一倍，此时正值郁金香热达到高潮的前期，1637 年房价几乎又跌回到 1628—1629 年间郁金香事件之前的水平。住房市场当然是不稳定的，但当整个时期的房价指数经通货膨胀修正后，我们发现房价上涨并没有那么多。1628—1973 年间，海伦运河两岸房价的实际年均增长率只有 0.2%，实际房价经历了 350 年才翻了一倍。[16]

我的同事卡尔·凯斯（Karl Case）通过查询诺福克那些未提及建筑或建筑改造的“由很多小块土地构成的土地包”或“一大块土地”的财产销售契约登记记录，构建了一个波士顿地区的长期土地价格指数。通过这种方法可以消除住房品质变化对价格指数的影响。他发现，1900—1997 年，每平方英尺土地实际价格年均增长 3.9%。这比图中价格指数显示的增长率高得多，已经超过了实际 GDP 的增长率。[17] 22

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

另一个例子是发表于 1933 年，由芝加哥大学的经济学家霍默·霍伊特（Homer Hoyt）对 100 年来芝加哥土地价格所做的一个著名的研究。霍伊特也发现了土地价格戏剧性的上涨。比如，霍伊特提供的数据显示，1877—1931 年，政府大街和密歇根大街（主要的商业区）经通货膨胀修正的实际土地价格年均增长 5.9%，总共增长了 22 倍。[18]

当然，波士顿和芝加哥的这些数据很难用来估计全美土地价格的上涨。波士顿和芝加哥在美国房地产市场不具有代表性。这些城市房价的惊人上涨主要是由于人们进行预测时缺乏自信所导致的意外情况。霍伊特对芝加哥地价惊人上涨的原因非常清楚。他注意到，“19 世纪芝加哥地价的上涨与古代或现代任何一个百万以上人口城市的情况都不相同……芝加哥在一个世纪的人口增长相当于巴黎在 20 个世纪里的人口增长数量。”[19]

此外，土地价格并不是一个很好的房价指示器，房价中除了土地价格之外还包括建筑物价格。以前土地价格只占房价很小的一个比例，因此很多城市的土地价格可以在房价走势平稳的情况下以相对较高的比率上涨。

数据资料中反馈的信息使我们确信，过去几十年中住房价格并未出现显著的上涨。人们居住在比几十年前面积更大、配套设施更齐全的家中。更多的人拥有自己的住房，而不是与他们的父母一起住到结婚为止。[20] 如果房价上涨很快，他们如何负担得起？这意味着美国实际住房价格的涨幅必须低于人均收入的涨幅，1929—2003 年人均收入年均增长 2.0%。

图中底部的曲线显示，当住房价格的真实走势存在某些不确定时，大多数证据表明，人们倾向于降低对于住房的平均估价等级。

◉ 实际住房价格没有强劲的迅速上升趋势的原因

数据显示，美国在相当长的历史时期内很少出现实际住房价格的上涨，
23 读者可能会对于这一结果感到困惑。很多人认为房地产价格的涨势非常强劲，比如在日本、韩国和中国，这一现象被称之为“房地产神话”。那么，究竟土地是不是很稀缺？住房价格是不是随着人口和人们财产的增加而稳步上涨的？

事实上，理论证据显示，住房价格涨幅超过一般消费品价格涨幅的趋势并不显著。因为在建筑行业中，机械化水平日益提高。技术进步的速度可能比其他部门（诸如一些重要的服务部门）的速度要快。理发师、教师、律师和法律顾问或多或少在重复他们以前做过的事情。但新材料、新建筑设备、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



配件定制、建造高层建筑公寓大楼的新技术等，可以使房子更便宜。如果住房成本更低，那么相对于其他产品价格，房价将倾向于下降。

图 2.2 中显示的一些城市，如克利夫兰、密尔沃基和菲尼克斯，相对于需求而言拥有较丰富的土地资源。克利夫兰是美国经济较落后的地区之一，其可利用土地资源的需求压力相对较小，密尔沃基在芝加哥人口稠密地带外围重要城市中排名最靠后，有丰富的农田。菲尼克斯最显著的特征就是土地资源丰富，乘飞机到这个城市的人们从飞机上可以看到，城市周围有大量未开发的土地。此外人们也可以发现，尽管地处沙漠，菲尼克斯有来自科罗拉多河的水源，用水成本并不高。表面现象当然具有欺骗性。比如，当你参观拉斯韦加斯后，也会得到城市周围有大量可利用土地的相同印象。但在拉斯韦加斯的例子中，土地是美国政府所有的，其土地管理局不愿意将更多的土地开发。考虑到这个因素，拉斯韦加斯的土地价格出现与菲尼克斯截然相反的高涨也就不足为奇了。

虽然开发商们的眼睛总是盯着那些拥有理想开发地点、土地资源丰富的城市，但他们有时也会抱怨土地短缺和由自然保护主义者及邻里协会带来的阻碍。不过，他们真正关注的是他们最有兴趣开发的那些优质土地的稀缺。

数据资料显示，上述这些城市的房价走势很少大幅偏离建筑成本。这是因为，如果房价远远高于建筑成本，开发商就有动力向市场供应更多的住房。住房供给会稳定增长，直到供给的增加导致住房价格重新接近其建筑成本。

在这些城市出现的情形可以代表美国大多数城市的状况。可以建造房屋的土地当然很稀缺：包括一些利用围海造田开发土地的项目也不能再制造出更多的土地。但一国土地中绝大部分还是农业用地、林地和其他一些未被集约使用的土地；这些土地单位建筑面积的价格很低，因此还有很多住房未被开发。根据 2000 年的人口普查数据，美国城市土地面积只占全部土地面积的 2.6%。 24

如果人们能够从长远利益出发对房地产市场的状况作出理性的判断，那么就应该建立一个保障机制来阻止房价过快上涨。如果房价的上涨迫使人们必须用家庭收入的很大一部分来偿还购房抵押贷款，那么这将会产生很强的激励引导房地产投资向低成本地区转移。从长期来看，这种保障机制是为了阻止经通货膨胀修正的房价上涨过快和房地产泡沫的破灭。这种保障机制在那些郊区有大量可利用土地的城市更有效。当然，保障机制在那些可利用土地很少的城市也有效，因为如果房价太高，居民和企业将会远离甚至完全离

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

开这一地区。

居住在大城市的人们经常会认为作为房价最主要组成部分的土地价格会不断上涨。他们确信居住在这些地区具有得天独厚的优势，人们可以享有生活在名人聚居区的声望，也可以从这些地区的商业机会中获取利益。那里的居民很容易认为，会有越来越多的人抱有和他们一样的想法，人们会继续哄抬他们所在城市的房地产价格，房地产市场上的非理性繁荣开始出现。

但事实上，如果房价相对于居民收入涨得太高，人们就很难负担得起一套像样的住房。人们的想法也会因此发生变化。他们将逐步意识到，居住在大城市里给人们带来的声望并没有那么重要，尽管个别城市由于拥有独特的商业活动而名声在外。人们会发现拥有同样商业活动的其他中心在不断建立起来，最后会引发企业重新选址，人口会由老的中心向新中心转移，从而对老中心的房地产价格产生压力。

除此之外，过高的房价将带来政治压力，迫使政府放松对土地使用的限制，最终导致这些大城市住房供给（如高层公寓）的增长。

因此，我们从目前大城市房价的波动中很难看出房价的长期走势。当人们乐观时房价上涨，但房价过高时又会有很多因素迫使其下跌。这在图 2.2 中表现得非常明显，从 1980 年开始洛杉矶房价的涨幅很少超过密尔沃基，但这一过程中洛杉矶的房价经历了两次上涨和一次下跌。

基于上述分析，购买住房相对于股票市场来说是一项收益较低的长期投资。虽然房地产市场偶尔也有波动，但对于长期投资者并没有获利空间。当
25 然，拥有自己的住房可以获得潜在的好处，即由住房提供的庇护和其他服务，这些收益是免税的。经常有人说，买房子比租房子具有税收优势。如果居住在同样房子里的两个人彼此交换住房，每个人都要付租金给对方（租金收入可以抵偿所付的租金），从经济的视角来看这样做是毫无意义的，但会产生税收。如果租金收入需要缴税的话，就无法全部抵偿所付租金。正是由于这个原因，大多数人更愿意买房而不是租房。

人们更愿意买房而不是租房的另一个原因是，租房合约在执行过程中可能遭遇道德风险：没有足够的激励因素促使租房者像房主一样爱护屋内的财物。道德风险问题导致的结果就是更高的房租和对房主在租期内进行变更房屋产权等活动权利的限制。

目前，还没有办法精确度量购买住房相对股息收益（通常是要缴税的）而言所获得的免税收益以及购房者的购房行为所导致的生活成本的变化。事实上，住房提供的潜在收益很难精确度量，因为很难将拥有和居住在住房所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

获得的精神收益以及保养房屋所付出的精神上的成本转化为货币价值。此外，像投资股票一样，精神收益与投资住房的数量并没有直接联系。如果一个人购买了超过自身需要的过多住房，在精神上反而是一种负担。

因此，没有一个人能够确保自己在房屋或股票投资中始终保持良好的状态。人们的感受最终取决于不同人的体会和环境因素。个人购房者经常会改变对于投资住房所获优势的观点。我们将在本书后面的章节中看到有关这种改变的证据。

◉ 当时和现在的非理性繁荣

我和我的同事已经发现了这些年来公众对于房地产投机的看法正在改变的一些线索，并且通过阅读 19 世纪末以来房地产市场的英文报纸和杂志证实了这种改变。我们发现直到 20 世纪 90 年代，报纸和杂志都很少谈论诸如 26
全国性房地产价格泡沫的相关内容。那时的人们看起来对我们现在谈论的“非理性繁荣”认识很少。“繁荣”一词在 20 世纪经常被用于描述房地产市场的状况，但早些年该词更多地是指建筑行业的繁荣（如度量新建房屋的数量）。经济学家描绘全国房地产市场的情况时并不常提及泡沫或者投机。与建筑成本相比，人们更多地关心房价的趋势，各种文章更多地倾向于讨论可售住房的短缺而不是房价的上涨。

一个典型的证据是，在 1968 年全美房地产协会上公布的现有住房的中间价格第一次被主要报纸引用之前，没有对美国现有住房价格指数进行过任何有规律性的发布和引用。[21]在我和卡尔·凯斯于 20 世纪 80 年代末发表的两篇文章中，提出了权重重复销售法，并将其用于估计美国主要城市的房价指数，在此之前还没有高质量的房价指数出现。这一方法后来被由美国政府资助的联邦国民抵押贷款协会（Fannie Mae）和联邦住房贷款抵押公司（Freddie Mac）以及美国联邦住房企业监督办公室（Office of Housing Enterprise Oversight，OFHEO）等引用。

2000 年以后《经济学家》(*the Economist*）开始在不同国家发布房价一租金比的相关数据（类似于股市的市盈率指标），直到那时这些数据才被新闻媒体重视。

正因为如此，那些可以引发非理性繁荣的公众价格信息，直到 20 世纪末才开始发挥作用。在此之前，报纸虽然会不时探讨价格的变化，但往往是报道一些与此相关的轶闻趣事或者房地产经纪人对于未来的预测，即使是这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

类报道也并不多见。由此可见，公众对房地产价格走势缺乏兴趣。[22]

1960 年以前，普通公众对房地产市场的讨论更多的是表达对房东从房客身上收取过高租金的不满，很少探究普通家庭住房价格的成因。那时人们生活在资本主义经济不是很发达的时候，他们还很难从根本上相信对财产价值的高估可能带来的利益。

在 20 世纪 90 年代以前，公众的注意力集中于租金控制和住房合作运动
27 上，他们会团体购买公寓大楼，并且同样作为一个团体来管理和控制它。从当时房地产市场上这些政府和团体干涉活动的典型案例，人们似乎可以想象是政府力量推动的某些活动导致了价格的失控。

当租金控制和住房合作运动开展了一段时间之后，激发了这些运动的空想主义大部分已经被遗忘。最近 10 年，公众开始更多地关注使用市场的办法，而不是通过干涉和控制来解决经济问题。这种趋势使人们更多地担心住房价格可能产生的不稳定，人们也开始关注会引发泡沫的市场反馈机制。

我们分别在 Proquest 数据库和 Lexis-Nexis 数据库所收录的全球英文报纸中查询了“房地产泡沫”或“房价泡沫”一词，其中 Proquest 数据库的相关信息从 1740 年开始，而 Lexis-Nexis 数据库从 20 世纪 70 年代开始。结果显示，这些词在 1987 年股市崩盘之前很少使用（这一事件后人们开始谈论泡沫，许多国家也开始出现非常快速的价格上涨），但 1987 年以后这些词又很快销声匿迹了，在 20 世纪 90 年代末期这些词又重新出现，2000 年以后被大量使用。

以前人们的生活非常简单，他们储蓄，并在正确的时间购买住房。人们购买住房是将其作为正常生活的一部分，并不想去担心房价会发生什么问题。像在其他市场一样，住房市场上投机行为的不断增加彻底改变了人们的生活。诸如高速公路、运河和铁路的修建等导致的价格变动，曾经只是房地产市场的局部波动，或者单独事件。如今已经成为全国性甚至是国际性的事件，成为新经济时代广为流传的故事。住房价格的变化是公众财产价值观念的改变，以及人们对投机活动更为关注的一个体现。

◉ 研究路径

为了更好地理解不同地区房价波动之间的区别，我们还需深入分析。下面，我将有步骤地对泡沫理论进行阐述，然后在本书的最后一章中，从不同角度对这一理论进行重新解释。事实上泡沫理论不仅适用于股票市场和房地

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



产市场，也适用于任何其他投机性市场。迄今为止，这一理论还只是一个基础性的理论模型，一个理解价格运动简单明了而又必不可少的反馈模型。

【注释】

[1] 总部位于巴塞尔的国际清算银行较早地收集了世界各地的房地产价格数据，但是并未将这些数据整理出版。伦敦的《经济学家》杂志收集了相关的房地产指数，这些指数与国际清算银行的数据类似，也经常被用于各国间房地产价格的比较。

[2] 中国政府允许以非常快的速度建造住房，而不像其他国家那样有更多的地域和环境限制。由于供给的增加，北京的实际住房价格非常稳定。根据中国房地产价格指数系统(China Real Estate Index System，CREIS)，2004 年北京实际住房价格较 1998 年增幅不超过 1%(*China Estate Statistical Yearbook*)。

[3] 图 2.1 是我建立的住房价格指数。建立这一指数时，首先将每年的住房价格指数连接起来，建立一个名义住房价格指数，然后再利用消费价格指数扣除名义价格指数中通货膨胀因素的影响。

虽然在 1960 年以前住房价格指数还未定期发布，有些经济学家已经在独自构建住房价格指数，这些指数涵盖了 1890 年以来的绝大多数年份。我们发现 1890—1934 年和 1953 年至今的住房价格指数都假定房屋的品质是不变的。

1890—1934 年的名义住房价格指数来自 Leo Grebler，David M. Blank，and Louis Winnick，*Capital Formation in Residential Real Estate* (National Bureau of Economic Research and Princeton University Press，1956)。该指数是在调研了美国 22 个城市的私有房主的基础上建立的一个重复测量的指数，调查要求房主提供 1934 年他们住宅的价值以及购买日期和购买时的价格。与简单的期望价格不同，由于该指数建立在对个人住房重复测量的基础上，它可以避免由于住房被出售或面积增大以及品质变化导致的偏差。该指数的缺陷在于，早期住房的购买价格依赖于房主的记忆。

我们建立的 1934—1953 年的名义住房价格指数是利用报纸上广告刊登的 5 个城市住房价格的平均数计算出的一个简单平均数。这五个城市是芝加哥、洛杉矶、新奥尔良、纽约和华盛顿特区。我的学生们从耶鲁大学图书馆的微缩报纸上搜集了前 4 个城市近 30 年的数据；华盛顿特区的数据只涵盖 1934—1948 年，数据来自 E. M. Fisher，*Urban Real Estate Markets: Characteristics and Financing* (New York: National Bureau of Economic Research，1951)。1934—1953 年的期望值指数无法纠正住房品质变化的影响，我们使用的另一个时期的指数可以做到这一点。住房面积的增大和品质的提高会导致住房的期望价格偏高，这也是我尽量避免使用期望价格的原因。

1953—1975 年的名义住房价格指数使用的是美国消费价格指数中住房购买部分的数据。劳工统计局搜集了这些年里居住年代和居住面积保持不变的住房数据。20 世纪 80 年代以后，他们停止搜集这些数据，转而利用等值的住房租金来计算相关的消费价格指数，试图通过上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

述改变纠正消费价格指数中住房购买部分概念上的缺陷：这一消费价格指数被认为是消费品或服务的价格，而不是投资品的价格。在我们的研究中，购买二手房应该属于该指数的计量范围。但房屋购买部分的数据存在缺陷，最明显的是这部分数据只统计了由政府津贴抵押贷款购买的住房，劳工统计局用来纠正抵押贷款最高限额的程序不是最优的。参见 J. S. Greenlees, "An Empirical Evaluation of the CPI Home Purchase Index 1973 - 1978," *American Real Estate and Urban Economics Association Journal*, 1982。对在这里使用的 1975 年以前的指数更为详细的讨论，请参见 "Consumption, Asset Markets and Macroeconomic Fluctuations," *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 17 (1982): 203 - 238。

1975—1987 年的名义住房价格指数来源于美国联邦住房企业监督办公室发布的美国住房价格指数（OFHEO），可以访问其网站。这是一个重复销售指数，考虑了住房品质的变化。1987—2004 年的名义住房价格指数来源于 Fiserv CSW 公司出版的重复销售的美国住房价格指数。

从 1987 年起，CSW 和 OFHEO 的数据显示出非常类似的时间序列走势。其中 CSW 数据中房价的增长幅度更为显著，我们将其归因于 CSW 的数据只统计了实际销售价格，而 OFHEO 的数据既统计了实际销售价格，也统计了评估价值。评估价值对市场条件的变化反应要慢一些。

本书中使用的扣除通胀因素的实际消费价格指数见图 1.1。

[4] 该指数将两个建筑成本指数结合在一起。第一个 1890—1915 年的指数摘自 Leo Grebler, David M. Blank, and Louis Winnick, *Capital Formation in Residential Real Estate* (Princeton, N. J.: Princeton University Press, 1956), Table B-10, col. 1 (Housekeeping), p. 342。该指数是由房地产交易中以小时计量的工资和一个原材料价格指数加权平均而来。第二个指数是工程新闻记录建筑成本指数。该指数记载了 1915—2004 年 20 个城市的成本数据，包括泥瓦匠、木匠和建筑工人在内的技术工人 66.38 工时、25 英担的标准结构型钢，1.128 吨波特兰水泥和1 088块宽为 2 寸、长为 4 寸的木板。

[5] 1890—1953 年的利率走势摘自 Sidney Homer, *A History of Interest Rates* (New Brunswick, N. J.: Rutgers University Press, 1963), Tables 38 (col. 3), 45 (col. 15), 48 (col. 1), and 50 (col. 1), interpolated from annual to monthly。1953 年 4 月至 2004 年的 10 年期国库券的月收益，来自联邦储备系统。这里的长期利率走势参见 Jeremy J. Siegel, *Stocks for the Long Run*, 3rd ed (New York: McGraw-Hill, 2002), also available at http://jeremysiegel.com. Siegel describes the series in Jeremy J. Siegel, "The Real Rate of Interest from 1800 - 1990: A Study of the U. S. and the U. K.," *Journal of Monetary Economics*, 29 (1992): 227 - 252。

[6] 这些州是夏威夷、康涅狄格、新罕布什尔、加利福尼亚、罗得岛、马萨诸塞、新泽西和纽约。参见 Karl E. Case and Robert J. Shiller, "Is There a Bubble in the Housing Market?" *Brookings Papers on Economic Activity*, 2003 - Ⅱ, pp. 299 - 362, Table 1。联邦储备系统的一项研究发现，地方性数据中没有明显的证据证明高的房价收入比会预示未来房价的下跌。参见 Joshua Gallin, "The Long-Run Relation between House Prices and Income: Evidence

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



from Local Housing Markets"（Washington D. C.：Board of Governors of the Federal Reserve System，Finance and Economics Discussion Paper Series No. 2003. 17，2003）。但这项研究使用的 23 年的数据正好截至全国性住房繁荣的中期，用来分析这一现象缺乏足够的说服力。

[7] 参见 Karl E. Case and Robert J. Shiller，"The Efficiency of the Market for Single Family Homes，" *American Economic Review*，79(1)（March 1989）：125 - 137。

[8] 根据联邦储备系统的一项研究，1970—2003 年，住房重置成本比住宅用地价格的走势平稳得多。参见 Morris A. Davis and Jonathan Heathcote，"The Price and Quantity of Residential Land in the United States"（Washington D. C.：Board of Governors of the Federal Reserve System，Finance and Economics Discussion Series No. 2004 - 2037，2004）。

[9] 纽约联邦储备银行的乔纳森·麦卡锡（Jonathan McCarthy）和理查德·皮奇（Richard W. Peach）得到了一个完全不同的结论。他们在 2004 年 7 月的文章中写道，"房价本质上是随着家庭收入的增加而上升，随着名义抵押贷款利率的下降而下降"。参见 Jonathan McCarthy and Richard W. Peach，"Are Home Prices the Next 'Bubble'?" *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*，2004，p. 1。他们得到完全不同结论的原因部分归咎于他们的分析选择的是新住房的指数，即所谓品质不变的新住房价格指数。品质不变指数在过去 20 年里的增长小于二手房指数，说明没有泡沫。新住房价格与建筑成本比较接近，因为新住房倾向于修建在土地资源比较丰富的地区；我们不能指望在新住房价格中观察到泡沫。我们也不能期望新住房价格泡沫的破裂：新住房不可能修建在房价低于建筑成本的地方。麦卡锡和皮奇建立的结构性住房市场模型解释了在他们选定的样本期 1981—2003 年间，住房价格的变动与利率的变动是吻合的，当利率开始出现反转性的下降趋势时，住房价格正好处在一个较长时期的较高水平。看起来他们是对的，但在美国的大多数地区，没有一个房价大幅上涨的地区不伴随着泡沫的出现。

[10] 参见 Claudio Borio and Patrick McGuire，"Twin Peaks in Equity and Housing Prices?" *BIS Quarterly Review*，March 2004；pp. 79 - 93。在美国，从 20 世纪 30 年代起固定的长期贷款利率成为主流。看起来在那些实施浮动利率的国家，房价对利率的变化更为敏感。参见 Kostas Tsatsaronis and Haibin Zhu，"What Drives Housing Price Dynamics：Cross-Country Evidence，" *Bank of International Settlements Quarterly Review*，March 2004，pp. 65 - 78。另一项对 6 个工业化国家的研究发现了利率、股票市场和经济总体的活力对住房价格的影响。参见 Gregory D. Sutton，"Explaining Changes in House Prices，" *Bank of International Settlements Quarterly Review*，September 2002，pp. 46 - 55。

[11] 按照美国的标准，第一次世界大战比第二次世界大战的规模小得多。一战中，美国军队中的男性只占全体男性公民的 9%，而在二战中这一比例为 24%。美国在一战中的实际参战时间只有 7 个月，而在二战中参战时间为 4 年零 5 个月。

[12] 数据考察了 1934—1953 年 5 个美国大城市，其中每一个城市二战后的房价都显示出急剧的上涨。但这些城市的房价上涨与全国房价上涨的关系不是很清楚。因此我试图找到全美房价上涨的其他一些相关证据，特别是有关二战以后住房价格出现的大幅上涨。美国人口普查局搜集了从 1940 年起由房主估计的住房价格的数据。这些数据显示，1940—1950 年，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

房价涨幅中的45%是由于通货膨胀的影响造成的，而我们的数据中是30%。

《纽约时代周刊》1951年的一篇文章报道了一项对150个城市的调研，由道琼斯服务公司副总裁迈伦·马修斯（Myron L. Matthews）所作，比只有5个大城市的调研更有代表性。该调研显示，在代表性城市中，1941年一套6 000美元的房子现在标价13 860美元。(Lee E. Cooper, "Effects of Curbs on Building Loans Will Appear Soon," *New York Times*, April 22, 1951, p. 225.)"代表性城市"一词有一点模糊，但这些数字显示1941—1951年间名义住房价格上涨了131%(实际上涨了28%)，与我们的指数估计的154%的名义住房价格的涨幅(实际上涨了41%)差别不大。

但《纽约时代周刊》1949年发表了一篇报道美国国家房地产董事会协会所作的对276个城市更大范围调研的文章。该文章报道，自1940年以来这些城市的住房价格平均只上涨了大约50%。(Lee E. Cooper, "Realty Men Look for Further Rise in Housing Prices," *New York Times*, May 3, 1949, p. 81.)因为1940—1949年消费价格指数上升了73%，其数据显示在这一时期实际住房价格下降了13%，而不是我们的数据所显示的上涨22%。但276个城市平均住房价格的上涨与全国住房均价上涨相比很可能出现负偏差，因为研究样本过于强调小城市。该研究也承认在一些拥挤的地区，买房者不得不支付比过去高出一倍的价格。我们的指数显示，1940—1949年间名义住房价格上涨了111%，说明我们的数据较第二次世界大战后全美的房价上涨存在正偏差。

[13] President Franklin Roosevelt's statement on signing the GI Bill, June 24, 1944, Franklin D. Roosevelt Presidential Library and Museum, http://www.fdrlibrary.marist.edu.

[14] 数据来源：Japan Real Estate Institute, Shigaichi Urban Land Price Index, Tokyo Metropolitan Area, deflated by the consumer price index.

[15] Prime Residential Properties, rupees per square foot, deflated by the consumer price index, Knight Frank India.

[16] 参见 Piet Eichholtz, "A Long Run House Price Index: The Herengracht Index, 1638-1973," unpublished paper, the University of Limburg and the University of Amsterdam, 1996。

[17] Case, Karl E., "Measuring Urban Land Values," unpublished paper, Wellesley College, October 26, 1997.

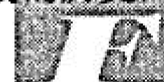
[18] 根据霍依特书中的表XLIV计算，"Land Values on North-South Streets in the Central Business District of Chicago, 1830-1931," p. 345, in Homer Hoyt, *One Hundred Years of Land Values in Chicago* (Chicago: University of Chicago Press, 1933)。经过比较，我选择了1877年和1931年的数据，因为根据美国经济研究局的界定，二者都处于经济不景气中期，事实上都处在衰退之中，因此在经济条件上具有可比性。

[19] Hoyt, *One Hundred Years of Land Values in Chicago*, p. 279.

[20] 美国人口统计资料显示，新住房的平均面积由1970年的1 500平方尺增加到2000年的2 200平方尺，家庭规模由1970年的每户3.1人下降到2002年的每户2.8人。

[21] 一项研究发现，第一次对住房销售中间价格进行披露的主要报纸是1968年的《华

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



盛顿邮报》(*Washington Post*)。参见"Average Sales Price Up ＄1 000 to ＄20 630," *Washington Post Times Herald*, October 5, 1968。很明显，之前并没有被广泛认知的定期披露的住房销售价格指数。《纽约时报》1963 年的一篇关于由政府披露的新住宅的中间价格的文章指出："这项全新的研究引起了房地产行业广泛的兴趣，一个原因就是之前还没有政府或行业的统计报告关注房屋的销售。" 参见"New Home Study Arouses Interest," *New York Times*, October 13, 1963。

[22] 在 1960 年国会创立房地产投资信托之前，美国还没有公开交易的房地产证券，因此在公开的价格中还无法记录有关房地产投机活动的信息。即使信托设立以后，房地产投资信托的投资绩效还不是个体房主投资绩效很好的指示器，因为住房的本金和由其产生的投资收益仍然存在本质的不同。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一篇

结构因素



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第 3 章
诱发因素：市场经济的疾速发展、互联网以及其他事件

是什么最终引起了 1982—2000 年间许多国家股票市场的大幅攀升？为 31
什么即使经历了过去几年的调整，市场仍然处于一个较高的价格水平？在经历了股市的繁荣之后，又是什么因素推动了世界各地房地产市场的繁荣？显然，仅仅笼统地说市场受到了非理性繁荣的冲击是不足以解释以上这些问题的。我们必须详细说明是何种因素导致了市场如此戏剧性的表现。

事实上，绝大部分历史事件的发生往往不仅仅是单一因素作用的结果。当事件朝着一个极端的方向发展，通常是由于众多因素共同作用，其中任何单个因素都不足以解释整个事件。罗马不是一天建成的，也不是毁于某一突发的厄运。应该说，罗马的灭亡是各种因素——重要的和次要的，间接的和直接的——共同作用的结果。当然，对于那些寻求科学精确性的人来说，这一模棱两可的说法难以令人满意。不过，要确定和分离出各种诱发因素却是极为困难的。但这正是历史的本质，同时它也使得人们有必要不停地去寻找更全面的信息，以便能了解这些诱发因素的大概轮廓。

第 1 章中，我们看到了一些因素，它们似乎可以在某些时候“解释”市场的变化。比如长期利率有助于解释住房价格的走势。事实上，现实经济生活中往往有大量因素看似能够“解释”价格投机行为，然而，我们却不可能 32

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对所有这些因素进行充分的分析。我们必须排除干扰，找出其中最主要的因素来加以研究。比如，长期利率就不是一个真正的外生因素，它只是市场供求变化所导致的一种现象。而供给和需求才是真正决定股票市场价格水平的根本因素。供求双方的行为是市场心理研究的一部分，正是这种行为驱动了股票市场的变化。因此，我们必须尽可能理解市场心理因素的本质。

了解促使市场变化的因素是非常困难的，因为一些重要市场事件发生的时间往往与它的诱发因素（precipitating factors）发生的时间并不完全同步。诱发因素的变化通常体现为一种中期趋势，因此，当公众注意到这种变化时，它已经发生了很长一段时间。而人们对市场或彼此行为的反应直接决定了特殊市场事件发生的时机，这体现了市场内在运行机理的复杂性，我们将在下一章中讨论相关问题。但是如果我们想要了解市场变化的原因，就必须首先考察其诱发因素。

我们知道，虽然在雪崩发生时并不一定会有突然的降雪或气温的变化，人们仍然可以通过长期监测降雪量和气温水平来预测雪崩的发生。当然，这样做也许永远不可能说明雪崩发生的精确时间。对于股票市场和其他投机市场的研究也是同样的道理。

在本章中，我们来看一张列举了 12 个因素的清单，它可能有助于解释 1982—2000 年全球股票市场的上涨和 90 年代后期许多城市房地产价格的上涨。这两个市场的上涨行情并不同步，而是交替展开的，并且一些相同的诱发因素在两个市场上都发生了作用。

在此，我将集中阐述那些已经对市场产生了影响的因素。尽管在经济理论中总是强调理性，但是我列出的这些因素却与所谓的理性存在着冲突。由于在这一时期，一些我们在经济学分析中经常考虑的基本经济变量的变化（例如收益的增加、实际利率的改变）较小，因此在这一清单中我们并不考虑这些因素。事实上，正是因为各种投资市场具备了对这些因素作出恰当反应的能力，才使得运作良好的金融市场在总体上促进了经济运行效率的提高。[1]这张清单是我特别构造出来帮助我们理解股票市场和房地产市场的最新情况的，因此它将集中研究非理性行为对于股市的影响。

一些观察家认为，职业投资经理更具有判断能力，并且他们总是努力去
33 消除非职业性投资大众所带来的“非理性繁荣”。他们认为，在职业和非职业投资行为中应该能够发现显著的差别。[2]然而，职业投资者和个体投资者一样也会受到来自流行投资文化的冲击，我们在这里讨论的许多因素也毫无疑问地影响了他们的投资决策。并且这些专业人士通常也会向个体投资者提

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



供投资意见，因此事实上职业机构投资者和个体投资者之间并没有截然的区分。在详述这些因素时，我将描述大众的反应，而不仅仅是职业投资经理的反应。

我们列出的部分因素发生在股市背后，包括资本主义的发展、对商业成功的日益强调、信息技术革命、生育高峰（baby boom）结构、通货膨胀率下降、“货币幻觉”（money illusion）、嗜赌成风和乐于冒险等等。其他因素则发生在股市前台，形成了不断变化的投资文化，包括激增的媒体财经报道、股票分析师极其乐观的预测、401(k)计划［401(k) plans］的推广、共同基金（mutual fund）的激增、交易额的增加等。

促使市场泡沫产生的 12 个因素

◉ 市场经济的疾速发展与业主社会

冷战结束以后，中国从 20 世纪 70 年代末开始接受了市场经济，苏联内部市场化的程度也在持续增强，并且在 1991 年解体为若干个以市场为导向的国家。这些具有不同历史背景的国家在 20 世纪 90 年代纷纷建立起了各种各样的金融兑换机制。世界各国的金融市场正迅速发展。任何研究金融发展史的人都知道，20 多年前许多国家还不能建立自己的股票市场指数，但是现在情况不同了，几乎各个国家都有了自己的金融市场。在世界上的大多数地方，自由市场的建立和发展正在成为一种趋势。

美国总统乔治·布什曾经称美国社会为“业主社会”（ownership society）。所谓的私有财产是指每个人拥有的财产，而不仅仅指资本家的财富。布 34
什希望将住宅所有权扩大成为社会产权的一部分，并鼓励人们通过养老金账户投资于股票市场。私有财产的范畴将远远超出它传统的领域，延伸到保健账户和教育券制。经济学家认为私有财产的存在在调整人们的生活目标和创造忠实的公民等方面具有一定的效力，并且将这一论断运用于国家政策的制定。[3]

20 世纪 80 年代末 90 年代初美国的许多企业进行了大规模的裁员，这种裁减冗余人员的运动导致了人们工作稳定性的下降，使人们对生活的看法产生了变化。之前，人们普遍认为雇主和雇员间存在着不成文的忠诚协定，而现在自己或他人被解雇的经历则违背了原先的协定。这样的经历促使工人必

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

须尽可能减少对雇主的依赖，掌握自己的命运，使自己成为独立的经济实体，而不是一个庞大的经济组织的一部分。通过追求投机性投资，人们为自己开拓了第二职业——在那里，人们最终当了自己的老板。并且在很多情况下，第二职业提供了收入来源，这是个人通过与外部世界的直接接触获取的收益，而不再仅仅是作为组织中的一员分到的收入。

在减少对雇主依赖的同时，人们离开其他组织的趋势也很明显。比如，工会长期处在衰退状态：2000 年股市达到顶峰，参加工会的工人的百分比从 1983 年的 20.1%下降到 13.5%。这种下降趋势在私营部门更为显著，在那里这一百分比从 1983 年的 16.5%下降到 2000 年的 9.0%。即使在经济衰退和股市的大幅调整之后，这种下降的趋势依然在延续。2003 年，仍然留在工会的员工的比例为 12.9%，而私营部门中的这一比例下降到 8.2%。[4]这一下降的原因颇具争议，但关键因素在于，工人间的团结和忠诚感逐渐消逝，取而代之的是一种追求个人经营成功的风气。

1844 年以罗奇代尔公平先锋社（Rochdale Society of Equitable Pioneers）为代表的英国合作运动拉开了序幕。罗奇代尔公平先锋社是一个私人俱乐部，它以合理的价格向会员提供食品，这个组织在此后的几十年中不断发展。到了 20 世纪中叶，合作运动已经扩展到了全世界。而此后，合作公寓和合作农场的创立进一步成为了许多重要历史事件的起因，这些事件象征着人本精神战胜了市场力量。但是此后许多这样的组织都逐渐消失，即使生存下来的那些组织，它们的合作者原先的道德力量也不复存在，只留下制度文本见证着它们的初衷。

缺乏社团的支持，人们感觉被逐渐推入一个迅速变化着的世界市场，这可能使他们变得富裕，但也可能使他们突然跌入贫困。在我们 2004 年对近期
35 购房者进行的调查中，有这样一个问题："你是否担心你或者你的家庭成员的收入水平在未来的几年中会因为经济环境的变化（比如国际竞争的加剧或者计算机技术的发展）而低于你的预期水平？"在 442 位受访者中，有接近半数（48%）回答担心。其中一些人说，他们购买房屋的一个动机就是安全感，面对着诸多其他的不安全因素，住宅所有权为他们提供了一种安全感。[5]

人们担心自己的劳动正像日用品一样在国际上被买卖，这种想法促进了他们对于股票和房地产价值的认可。人们认为，作为投资品，它们的价值将比自己劳动的价值更加持久。与此同时，生活安全感的降低和无线通讯设备的普及带来了名人文化的升温。由于拥有巨大的市场价值，名人们的形象往

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



往会得到进一步的提升。他们的身份不仅提升了其自身价值，还使得他们的公司、生活的城市，乃至他们曾经生活过的地方的价值得到提升，尤其是他们的股票、房屋以及度假胜地。

为减轻员工对失业的恐惧，企业已经把给予管理层和关键员工的报酬从固定工资转向企业的所有权。对标准普尔 500 家最大的公司（S&P 500）中 144 家公司的抽样调查显示，到 1998 年，雇员股票期权（stock option）已占到公开发行股票量的 6.2%。[6]到 2003 年，11% 的私营企业的雇员有权使用雇员股票期权。[7]

不幸的是，这种与股价相联系的补偿机制引起了股票价格不正常的稳定。因为一旦股价超过股票期权的执行价格，股票期权就会带来大笔可观的收益。拥有了这些股票期权，管理层人员就会有动力去尽其所能抬高股价，去维护一个向着辉煌未来昂首前行的企业形象，并会积极主动地采取一切他们认为会对股票市场产生影响的措施，即使他们自己对这些措施的作用尚有疑虑，他们也势必会去这样做。[8]

通过以上分析我们看到，因为害怕失去工作，人们在市场经济的浪潮中会进行投资以确保安全，而这种投资实际上降低了人们原本出于预防动机所进行的储蓄水平。另一方面，需求的增加导致股价的上涨，又使得人们错误地认为他们的资产随着其所投资的资产的增值而增加了。在美国 20 世纪 90 年代后期股市的增长和 2000 年以来房地产市值的增长远远超过储蓄的增长。1996—1999 年股票市值在美国家庭财产增长中的平均贡献为储蓄的 12 倍；而 2001—2003 年，家庭所拥有的房地产的估值在美国家庭财产增长中的平均贡献为储蓄的 10 倍。[9]事实上，为未来所进行的储蓄来自消费和持有的需要，几乎与资产价值的增长不相关。 36

◉ 政治和文化的变迁促进了商业的成功

1982 年牛市的出现伴随着实用主义价值观的显著高涨。1975 年和 1994 年的罗珀斯塔奇（Roper-Starch）调查问卷问道："你认为下列各项中哪些是幸福生活（你梦想中的生活）的一部分？" 1975 年，38%的人选择了"很多钱"，1994 年超过 63%的人选择了这一项。[10]

这种实用主义气氛已经改变了我们的文化。现在，人们对成功的商业人士的尊重相当或更甚于对杰出科学家、艺术家或革命家的尊重。社会上出现了越来越多的实用主义者，他们将投资股票视为迅速致富的捷径。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

家庭妇女已经不再像原先那样受到赞美，女性就业的比例不断上升。从20世纪70年代开始，抵押放贷者在审核家庭的抵押品时，将家庭中母亲的收入也计算在内。并且，这一趋势扩大了抵押贷款的范围，推动了住房价格的上涨。

犯罪率的降低使人们感觉更加安全，较少担心被抢劫或受到伤害，这进一步推动了人们的实用主义价值观（赚钱的想法）。1993—2003年间，美国的经济犯罪率每千人下降了49%，暴力犯罪率每千人下降了55%。[11]今天人们可以更加放心地展示自己的财富，财富也因此更加具有吸引力。而拥有一所豪宅则更加吸引人。当然，近年来人们对恐怖主义的恐惧增加了，但恐怖分子似乎并不会专门攻击富人，并且一般不会入侵住宅。美国犯罪率的下降使得资本主义的生活方式成为时尚。

诚然，实用主义价值观本身与股市的变化并没有明显的逻辑关系。无论是不是实用主义者，人们都会很合乎情理地为将来攒钱，并为存款寻找最佳投资渠道。但是，实用主义氛围可能会影响人们对于股票的需求，因为股票长久以来就被认为具有迅速敛财的功能。

1980年罗纳德·里根当选美国总统，与此同时也出现了自1948年以来第一个由共和党控制的参议院，而在1994年众议院也成了共和党的天下。
37 由于认识到选民们公共意识的变化，这些立法者比他们的前任民主党更为亲商。国会的这一变化大大激发了公众对于股市的信心，因为立法机关能采取一系列控制企业利润和投资者回报的措施。

此外，税收一直是美国政界竞争中的重要筹码。1995年，新的国会刚刚开始运转，削减资本利得税（capital gains tax）的提案就被提上了日程。1997年，最高资本利得税率从28%下调到20%。这一削减措施执行后，国会又提出了进一步降低税率的法案。如果不是克林顿总统否决1999年税收法案，资本利得税将会进一步削减。布什在总统竞选中反复强调他的低税收政策，并且履行了他的减税诺言，特别是对富人减税。[12]2003年，资本收益和股息税被最大限度地削减到了15%。现行税法执行力度的下降也有助于减少税金的支付。2003年，从公司盈利取得的税收在国民收入中的比重继续下降。

其实，在资本利得税率下降之前，对税率可能下降的预期已经对股票市场产生了积极影响。1994—1997年，许多投资者长期保持账面收益，直到资本利得税降低后再将其变现。这对于市场产生了稳固作用。1997年资本利得税下调时，人们担心一直在等待这一刻的投资者会大量卖出股票，从而导致

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股市滑坡，就像 1978 年和 1980 年税率下调后出现的情况一样。但这种情况并未出现，许多投资者认为未来将有一个更为有利的资本利得税率，因此，没有理由在 1997 年税率下调后就立即卖出股票。

综上所述，市场中存在各种传言，例如资本利得税率下调、资本利得税率可能计入通货膨胀指数以及房地产税率下调等，这些传言很可能导致投资者不愿卖出那些已经获利的股票。受到专家静等资本利得税率下调的建议，许多投资者将会推迟出售获利的股票，直到确信资本利得税率降到了前所未有的低点。这种持股不抛的气氛很自然地对股价产生了向上的推动力。

◉ 新的信息技术

虽然信息技术革命的历史可以追溯到 20 世纪 40 年代电子计算机发明之前，但是在 1982 年股市跌到底部以及 90 年代中期以后的这两个时间段里，信息技术的发展给人们留下的印象是最为深刻的。

1982 年世界上第一个手机系统问世。与此同时，股市跌到了底部，并开始了一直持续到 2000 年的上升趋势。手机的发展是世界历史上的一个重要转折点。它的重要意义立即显现。现在，手机已经在人们的生活中扮演着不可缺少的角色。自 20 世纪 80 年代起，手机的使用呈几何级数增长。目前手机已经成为人们生活的一部分，并且在世界各地，人们将会永远更加紧密地联系。手机的使用给我们的生活带来了巨大的变化，使得人们对科技的进步产生了更加深刻的认识，并且助长了人们对于技术发展和股票市场的乐观估计。 38

20 世纪 90 年代的最后 5 年里，互联网（Internet）和万维网（World Wide Web）已经进入家庭，这使我们密切感受到了技术进步的步伐。1993 年 11 月万维网首次亮相。1994 年 2 月 Mosaic 网络浏览器公开面世。这两个日期标志着万维网的起步，当时它仅有少数用户，直到 1997 年，大多数人才开始接触这一神奇的科技。从那时起，纳斯达克（NASDAQ，这一股票指数主要反映高科技股）股价指数便持续飙升，到 2000 年初该指数已上涨了 2 倍，市盈率也达到了前所未有的高度。

互联网技术的非同寻常之处在于，它能为所有人提供丰富多彩的休闲娱乐及当前资讯。从这个意义上说，互联网的重要性与个人电脑或此前的电视是相当的。事实上，互联网传递的有关未来的信号要比电视或个人电脑进入家庭所传递出的信号更为生动。使用互联网使人们有“控制世界于股掌之

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

间”的感觉，人们能够通过电子手段漫游世界，完成以前不能做到的事，甚至可以建立一个网站，用全新的方式成为世界经济的一员。与此对照，电视的出现只不过使人们成为被动的娱乐接受者，而个人电脑则主要被当成打字机和高科技的游戏机来使用。

39 互联网带给人们直观的体验和强烈的震撼，因此人们很自然地推测互联网应该也具有重大的经济意义。毕竟想象互联网技术带来的影响比想象造船业的技术进步或材料科学的新发展要容易得多。

以实际标准普尔综合收益来衡量，1994 年美国公司实际利润的增长令人瞩目，当年上升了 36%，1995 年增长了 8%，1996 年增长了 10%。这一增长大致与互联网的诞生同时发生，但事实上两者几乎没有联系。分析家指出，利润增长得益于 1990—1991 年萧条后持续的经济复苏、美元汇率的走低、外国对美国资本及技术出口的强劲需求以及美国公司积极降低成本的措施。引起利润增长的不可能是互联网的发展，因为当时新兴的互联网公司尚无获利能力，事实上直到今天它们仍没有盈利。但是收益增长与一项新技术的面世戏剧性地同时发生，就会给大众留下一个错觉：两者之间或多或少存在联系。随着新千年的到来，人们对未来充满乐观，将两者联系在一起的宣传在那时也铺天盖地。

毋庸置疑，互联网本身是一项重要的技术进步，它和计算机、机器人技术一样，被认为能给我们的未来带来深远的影响。但是，我们可能会问，互联网和计算机革命究竟会对现有企业的价值产生什么样的影响呢？新技术的出现总会对市场产生影响，但如果假定企业对新技术不具有垄断性，那么新技术还能使现有企业的价值上升吗？[13] 互联网的出现会提高道琼斯工业平均指数的价值评估吗？（这一指数直到 1999 年才开始包括网络股票）。[14]

几年前才组建起的 E* Trade 公司、亚马逊网上书店（Amazon. com）以及其他一些公司利用互联网在短期内赚取了巨额财富，这造成了一个假象，即现有企业将从互联网革命中获益。然而，将来在美国和其他国家会出现更多的新公司，这些新公司又将会和我们今天投资的公司相竞争。简单地说，新技术对当今企业的影响是双向的：它的出现可能增加也可能减少现有企业的利润。

就股市的繁荣而言，重要的不是互联网革命对于人们现实生活所产生的
40 无法言喻的深远影响，而是这一革命所引起的公众反应。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

◉ 支持性货币政策与格林斯潘对策

在20世纪90年代末期的股市繁荣时期，格林斯潘和他的美国联邦公开市场委员会（FOMC）目睹了长达四年的牛市而没有采取任何措施。事实上，在1995年牛市开始的时候，市场的繁荣是真实的。在那年的2月，股市达到高点，我们可以从图1.1上看到曲线在那个时间出现了一个戏剧性的拐点。因为1995年2月2日美国联邦公开市场委员会上调了利率，此后直到1999年8月24日联邦公开市场委员会才再次上调利率。1995年3月上旬，分析人士从格林斯潘和其他联邦公开市场委员会成员的谈话中获悉，利率上涨的趋势可能已经结束了。这是当时最为重要的财经消息，它表明联邦政府已经启动了“软着陆”，以缓和通胀水平。因为在当时的通货膨胀水平下，经济已经显示出增长迹象。1995年牛市开始的时候，市场既不担心经济增长，也不用担心通货膨胀，这使得股市进入了一个乐观的时代。

1996年12月，格林斯潘发表了“非理性繁荣”的演说，但是他并未表明自己将考虑运用紧缩性货币政策来遏制这种“非理性繁荣”。实际上，在那次演说中，格林斯潘还说道：“作为中央银行的管理者，当一个金融泡沫的破灭没有对实体经济的产出、就业以及价格的稳定构成威胁时，那么我们就不必关心它。”人们普遍认为这一论断以及格林斯潘在此之后的阐述表明联邦政府不会对金融市场中的泡沫采取任何措施。

与此相反，许多人认为联邦政府将仅仅对市场的下跌采取行动，因为格林斯潘提到下跌将削弱实体经济，而这正是政府所担心的。在2000年市场处于顶峰时，所谓的“格林斯潘对策”在市场上非常盛行。当时，许多人认为格林斯潘支持股市的上涨，因此作为美联储主席，他将在股市下跌时采取措施保护投资者的利益。事实上，在1987年股灾、1998年俄罗斯债券危机、长期资本管理公司破产，乃至新千年危机等不少重要时刻，格林斯潘都曾经采取措施防止了股市的下跌。人们认为格林斯潘已经通过行动表明，他绝不会听任市场大幅下跌。

2001年1月3日，经济出现了微弱的衰退迹象，于是有一些人认为格林斯潘将下调利率。事实上，利率在2001年经济出现衰退前两个月就已经下 41
调了。股市受到美联储可能降息消息的刺激大幅波动，纳斯达克指数当天上涨14%，为有史以来的单日最大涨幅。而随着股市的下跌，2003年美联储最终把利率降到了1%的较低水平。这种主动的利率下调使得实际（经通胀

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

调整的）利率为负，并且极大地促进了 2001 年以来房地产市场的繁荣。

扩张性货币政策并不是一个能够支持房地产市场持续繁荣的因素。2003 年国际经济学院的亚当·博森（Adam Posen）进行的一项研究表明，自 1970 年以来股票市场中出现了繁荣景象 24 次，其中只有 6 次处于宽松的货币政策环境中，房地产市场升温 18 次，同样只有 6 次处于宽松的货币政策环境中。[15]但是这一研究并非与本书的研究结论相悖，他同样认为，格林斯潘以及其他中央银行官员的支持姿态是 2000 年股票市场和房地产市场繁荣的作用因素。

◉ 生育高峰及其对市场的显著影响

第二次世界大战结束后，美国出现了一个生育高峰，婴儿出生率大大增长。和平时期的繁荣使那些由于经济萧条和战争推迟了生育计划的人们开始生养孩子。英国、法国和日本也出现了战后出生率上升的现象，但它们都不及美国的上升势头来得持久、强劲，原因是那些国家战后的经济状况仍然混乱无序。1966 年前后，美国及世界人口增长出现了明显减退的势头，并一直延续至今。依据历史标准，这一人口增长的减缓现象即使算不上独一无二，至少也是罕见的，因为它的出现并非由于饥荒及战争，而是由于出生率的自然降低。[16]

节育技术的进步（避孕药于 1959 年发明，60 年代中期在美国和许多国家广泛使用），以及社会对于避孕和流产合法性的认同对降低人口增长率有重要意义。同时，不断加快的城市化进程，以及教育和经济期望水平的上升也起了很大的作用。现在，生育高峰及随后的生育低谷在世界很多国家形成了潜在的社会保障危机：当那些生育高峰期里出生的人逐渐长大，直到最终退休时，在全球范围内能赡养这些老龄人口的年轻劳动力却将减少。[17]

美国的生育高峰期是指 1946—1966 年的 20 年，这一期间婴儿出生率极高。因此，到 2000 年（并将持续一段时间）会出现一个数量巨大的年龄介
42 于 35～55 岁之间的人群。有两个理论认为，如此大的中年人群的存在必将推动股市的发展：一个理论认为，那些在生育高峰中出生的人会相互间购买股票以备养老之用，由此产生对股票的竞相需求，从而导致股票价格相对于收益升到了很高的水平；另一个理论则认为，生育高峰中出生的人对当前商品和服务的消费促进了股市繁荣，它的理论基础是一个促进经济发展的一般性结论，即高消费意味着企业的高收益水平。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这些生育高峰理论实在过于简单。因为它们没有考虑什么时候生育高峰会影响到股市，也许生育高峰已经通过投资者对股票价格产生了影响。把生育高峰对市场的推动归功于生育高峰里出生的人对商品的需求，似乎暗示着是企业的高收益导致股市行情高涨，然而这个理论无法解释目前股市中存在的高市盈率。

如果生命周期储蓄模式（life-cycle savings pattern）（第一种理论）是导致储蓄市场（含股票市场、债券市场和房地产市场等）变化的主要作用力，那么，不同资产间的价格表现就会有很强的相关性，长期资产价格和人口分布也会有很强的相关性。当人数最多的那一代人觉得需要增加储蓄时，他们倾向于抬高所有储蓄工具的价格：股票、债券以及房地产。当这一代人觉得需要减少储蓄时，他们的出售行为会降低所有这些储蓄工具的价格。但是通过分析股票、债券和房地产的长期资料，人们发现，事实上二者之间关联性很小。[18]

此外，在生育高峰期出生的人往往对风险不那么厌恶，有理论认为，这是由于这些人没有经历过 20 世纪 30 年代的大萧条和第二次世界大战，对股市及世界没有太多的恐惧。事实上的确有证据表明，性格形成时期共同的经历会给一代人的心态留下永久的印记。[19]经过 1982 年的牛市，生育高峰中出生的人作为最主要的投资者，已逐渐取代了那些在大萧条和第二次世界大战中度过青少年时期的人。

尽管那些认为生育高峰对股市产生了影响的理论或多或少有可取之处，但实际上影响股市上涨的最主要因素是，公众注意到了生育高峰这一现象，而且公众想当然地认为生育高峰会对股市有正面的影响。生育高峰的影响是人们谈论得最多的股市话题之一，这些谈论本身就具有影响股价的潜能。人们认为，生育高峰代表了当今股市中一股重要的力量，而且人们相信这股力量在近期内不会减弱。这些认识营造出一种信念：股市有理由上升到一个高价位，而且在未来的一段时期内，股市高价还会继续维持下去。很多投资者为自己对人口趋势的领悟以及由此在投资中表现出的聪明才智而沾沾自喜，然而他们没有意识到这些想法实际上是多么平常。这些认识促使股价评估不断呈现出螺旋式上升运动。 43

生育高峰股市理论最杰出的代表是哈里 · S · 登特（Harry S. Dent)。他于 1992 年首先出版了《前程似锦：繁荣新时代中通往个人及企业收益之路的综合指南》（*The Great Boom Ahead: Your Comprehensive Guide to Personal and Business Profit in the New Era of Prosperity*）。该书相当成功，为此

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他又写了好几本续集。1998 年，他出版了《火暴的 2000 年：在空前昌盛下构造理想财富与生活方式》（*The Roaring 2000s*：*Building the Wealth & Lifestyle You Desire in the Greatest Boom in History*），该书在 1998 年《纽约时报》（*New York Times*）最畅销书排行榜上蝉联 4 周之久。1999 年，他又出版了《21 世纪的投资者：追求理想生活的战略》（*The Roaring 2000s Investor*：*Strategies for the Life You Want*）。根据亚马逊网上书店的统计，该书跻身于所有发行书目销量的前 100 名之列。书中预测，股市将持续繁荣到 2009 年，到那时，46 岁年龄组的人数开始下降，股市将开始滑坡。尽管在接下来的 5 年中，股市的表现并不尽如人意，2004 年，登特出版了《2003 年 8 月：历史上最大的牛市》（*The Greatest Bull Market in History*：*2003-8*），在书中他再次提出了自己的预言。

登特关于生育高峰论题的"成功论述"自然而然吸引了一批模仿者——所有这些人都盛赞目前股市致富的美妙机遇。例如，1998 年，威廉·斯特林（William Sterling）和斯蒂芬·韦特（Stephen Waite）合著出版了《繁荣经济学：即将来临的人口变迁时的个人财富前景》（*Boomernomics*：*The Future of Your Money in the Upcoming Generational Warfare*）。1996 年，戴维·K·富特（David K. Foot）和丹尼尔·施托夫曼（Daniel Stoffman）合作出版了《繁荣、萧条和回声：如何在即将到来的人口变迁中获利》（*Boom, Bust & Echo*：*How to Profit from the Coming Demographic Shift*）。关于生育高峰及其对于股市影响的讨论无处不在，这些讨论大都认为，生育高峰在目前及未来几年内都对股市有利。

◉ 媒体对财经新闻的大量报道

1980 年，第一个新闻电视台——有线新闻网（CNN）正式成立。其后 1991 年海湾战争及 1995 年辛普森世纪大审判等事件使其观众人数剧增，这两个事件大大激发了对不间断新闻报道的需求。观众养成了在白天甚至夜晚的任何时刻（而不再仅仅是吃饭时间）收看电视新闻的习惯。在 CNN 之后又出现了一些商业电视网，如于 1983 年成立的金融新闻网［后来被并入广播公司商业新闻（CNBC）］，及后来出现的 CNN 金融频道和彭博（Bloomberg）电视台。总的来看，这些电视网提供了 24 小时不间断的财经新闻报道，其中大部分是关于股市的。这些报道的影响无处不在，以至于传统经纪公司发现有必要在它们经纪人的电脑屏幕左下角或右下角留出空间播

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



放 CNBC 新闻。很多客户也打电话向经纪人询问刚从电视上听到的一些消息，经纪人（他们平时太忙而无暇看电视）反倒显得落伍了。 44

近几年来，财经新闻报道的范围和性质都发生了变化。哈佛大学谢伦斯得恩中心（Shorenstein Center）的资深研究员理查德·帕克（Richard Parker）的一项研究表明：过去 20 年中，报纸将以往庄重的财经版变成了强化的“金钱”版，该版给出了很多对个人投资者很有用的建议。过去报纸的主体是有关某些企业的专题文章，这通常是某个行业或某个企业所关注的内容，而现在，主体则变为个人投资者的获利指南。在今天的这些文章中，分析师通常会对当前的投资新闻提出自己的看法。[20]

根据詹姆斯·汉密尔顿（James T. Hamilton）的另一项研究，在过去的几十年中，那些我们传统意义上认为比较重要的时政新闻在美国的晚间电视新闻节目中的比重逐渐下降。新闻节目更多地向观众介绍具有较强的故事性或直接用途的内容。汉密尔顿认为这种变化来自新闻媒体之间的竞争。媒体竞争优势的增强依赖于对那些边缘客户的争取和保有，而这些人往往对具有深度的新闻内容缺乏兴趣。[21]在这样环境里，关于投资要诀的新闻自然会获得成功。

这些强化了的财经报道导致了对股票需求的增长，其作用正如消费品的广告一样。广告使消费者更熟悉该商品，时时提醒消费者购买此种商品，并最终诱使他们去购买。大多数广告实际上并不是介绍该产品的实质，而仅仅起到了向消费者提醒该产品及其形象的作用。如果媒体对投资情况进行大量报道，那么股市行情上涨一点并不令人吃惊，就像一场广告攻势之后，最新型的运动型轿车销量看涨一样。

在股市跨越顶峰之后，公众对财经类报道的兴趣显著下降，致使此类节目遭遇重大打击。一些主要的财经杂志如《红鲱鱼》(*Red Herring*)、《产业标准》(*the Industry Standard*)，以及其他一些杂志都削减了财经内容。主要电视财经节目的电视观众锐减。而 2000 年以后，财经类书籍的销售量也大幅下降。

而那些继续经营的财经类报纸对股票市场的关注程度也在下降。Lexis-Nexis 公司的一项研究显示，1998 年美国主流报刊上发表的关于股市的文章数量超过 1990 年的三倍。报纸上充斥着各种各样的财经消息。但是，到了 2004 年这个数字还不到顶峰时期的一半。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

◉ 分析师愈益乐观的预测

扎克斯投资研究中心（Zacks Investment Research）的数据表明，1999
45 年，分析师对 6 000 家公司作出的评论中，仅有 1.0%是建议“卖出”（而 69.5%的建议是“买入”，29.5%是“持股”），这一情况与以前数据显示的情况形成了鲜明的对比。10 年前，建议卖出的百分比为 9.1%，是 1999 年的 9 倍多。[22]

现在，分析师不愿建议投资者卖出股票，因为这样可能激起有关上市公司的愤怒。公司会出于报复的目的，拒绝与那些提供“负面报道”的分析师商谈，把他们排除在信息发布会议之外，不提供其与企业高层管理人员见面的机会。这一现象表明，投资行业的核心文化正在发生变化，在把握有关建议要客观公正这一准则方面，分析师需要有更大的灵活性。

很多分析师不愿提出卖出建议的另一个原因是，越来越多的分析师受雇于从事承销股票业务的公司。这些企业不愿它们的分析师作出一些负面预测，导致不利于企业从事承销股票获利的举动。与未参加投资银行的分析师相比，对于那些雇用这家投资银行做主承销商或联合承销商的企业，加入某家投资银行的分析师明显会给予更多利好的宣传，尽管事实上这些企业的预测收益并不突出。[23]

那些知道内情的人意识到，今年的持股建议更像去年的卖出建议。1999 年，詹姆斯·格兰特（James Grant），一位著名的股市评论员说：“诚实在华尔街从来挣不到钱，只不过过去经纪人还装出一副诚实的面孔，现在他们都懒得装了。所谓的股票研究比以往任何时候都更像一个销售部门。因此，投资者要小心啊！”[24]

分析师的建议类似于学校中夸张了的评分标准。以前 C 是中等成绩，可是现在被认为只刚刚及了格。我们很多人意识到了这一水涨船高的现象，因而在评定孩子的实际成绩时，试图修正这一影响。同样，我们在股市中也应该分离出分析师的建议中夸张了的成分。可是，并非每个人都会对分析师的夸张语言作足够的矫正，因此，分析师标准的改变所产生的总体效果是，鼓励对股价作出更高的评估。

此外，影响分析师报告的不仅仅是测量尺度发生了变化，连对每股净收益增长定量的预测也出现了向上的偏差。美国联邦储备委员会董事局的史蒂文·夏普先生（Steven Sharpe）的一项研究显示，在 1979—1996 年的 18 年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



中，有16年分析师对标准普尔500股票每股收益增长的预期值高于实际增长值。预期收益增长率与实际收益增长率之间平均相差了9个百分点。分析师对1980—1981年和1990—1991年两次严重的经济滑坡时期作出的预测竟是收益增长在10%的范围内变动。[25]在夏普的研究报告面世之后，分析师们仍然未能准确预测2001年前后公司业绩的大幅下滑。 46

这一偏差是分析师作长期预测的显著特点，而他们在下一期收益报告公布前对收益的预测通常会冷静些。为迎合企业想看到每季度收益增长高于预期的心态，分析师倾向于发布比实际数字稍低的预测。而企业在公布收益报表的前夕，会与那些预测偏高的分析师商谈，敦促他们降低预测，而不理会那些预测偏低的分析师。这样，在没有明显做假的情况下，使得平均收益预测出现一个向下的偏差。[26]客户在评估分析师预测的准确度时，最通常的做法是比较最新发布的收益和最新的收益预测。因此，在收益预测发布前夕，分析师给出的当前的预测也不会高得离谱，否则偏差过大将会令他们十分尴尬。

分析师预测偏高的倾向在预测企业未来业绩时表现得最为明显，而在对季度、年度的预测上则不那么显著。正是对超过一年期的未来的高预期，导致了现在所看到的股市高位行情。史蒂文·夏普的另一项研究显示，分析师对行业预期收益增长的预测偏离1%将导致该行业的市盈率水平偏离5%～8%。因此，他判断在20世纪90年代的后5年中，分析师对长期增长趋势的过高预期导致市场的市盈率增长了20～32个百分点。[27]

分析师们从不担心对未来的乐观预期，他们断定这一普遍的乐观态度对经营有利无弊。毫无疑问，分析师发现同行们都在显示长期的乐观态度，毕竟人多势众。于是，分析师只需从从容容、例行公事般地对投资大众说说“美国前景一片光明”之类的套话，而不必关心这种说法的准确性。

在市场跨越了2000年的顶峰之后，情况发生了变化。一些公司主动制定了新的规则，以要求它们的证券分析师作出出售股票的建议。因为根据美国证券交易委员会（Securities and Exchange Commission）2000年10月颁布的《公正披露规定》(Regulation FD)，那些对公司提出批评意见的分析师不能被排除在公司的信息发布会之外，公司的信息必须向公众发布。2002年通过的《萨班斯-奥克斯利法案》（Sarbanes - Oxley Bill）规定，投行人员不得妨碍证券分析师研究报告的公布；当证券分析师的研究报告与公司的投行活动发生利益冲突时，公司不得采取任何报复行动；金融机构的投资银行部门和研究部门必须分离。2003年，美国证券交易委员会宣布对美国10家最大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

47 的投资银行罚款14亿美元，这些金融机构被指控为扩大投行业务蓄意向客户提供有失公允的证券分析报告。其中的8 000万美元专门用于投资者教育计划。

这些变化是一个健康标志，它标志着减轻证券分析师偏差的措施正在有步骤地实施。今天我们可以看到分析师出售股票的建议远远多于市场处于顶峰的时期。但是此类建议的总数仍然很少。同时，相关规定的出台时间也较短，以至于我们无法判断证券分析师的预测偏差是否真的有所减少。

◉ 固定缴费养老金计划的推广

随着时间的流逝，雇员养老金计划性质的改变促使人们去学习并最终接受股票这种投资手段。尽管这些变化并没有使股票成为养老金专门的投资工具，但它们——通过强制人们在各种养老投资计划中作出抉择的方法——鼓励人们去投资股市。在作上述养老投资选择的过程中人们接触到股票知识，并增加了对股票的熟悉程度。

美国最具变革性的制度变化是建立在固定受益计划（defined benefit plans）基础上的固定缴费养老金计划（defined contribution pension plans）的推广。1989年是一个重要的里程碑：第一个401(k)计划制定出来，并很快被美国国税局批准。[28]在此之前，雇主的退休金计划通常属于固定受益计划。在这一计划下，雇主保证当其雇员退休时，给他们一笔数额固定的养老金。固定受益计划的储备由雇主管理。在401(k)计划下［类似的还有403(b)计划］，规定设立一个从雇员工资支票中代扣的暂缓征税的退休金账户，雇员可以将401(k)账户上的资金投向股票、债券及其他金融工具的投资。该税法鼓励雇主分担其雇员的401(k)账户资金，所以雇员有很强的参与欲望。

自1982年股市跌入谷底以来，许多因素刺激了固定缴费养老金计划的发展。按传统的做法，工会一直把固定受益计划作为保证其会员退休后的福利保障，工会的衰退意味着对这一计划的支持越来越少。在管理层中，固定受益计划也不如以前受欢迎了，因为如果企业在养老金方面出资过多，有时
48 会使企业容易受到被收购的威胁。人们认为，固定缴费的管理比固定受益计划的管理更经济。此外，固定缴费计划尤其受到那些喜欢监管自己投资的雇员的欢迎，因此，企业倾向于向所有的雇员提供这种计划。

尽管计划中关于鼓励人们参与的税收政策使股票与债券都成为投资的选择，但政府在这一过程中努力向人们说明股票相对于债券或货币市场投资工

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

具的优越性，这种做法刺激了人们对股票的需求。1954 年纽约股票交易所开展了一场市场调查，调查表明大多数人对股票知之甚少：仅有 23%的公众能够对股票下一个定义。此外，调查还显示，公众对股市抱有一种模糊的不信任感。[29]因此，纽约股票交易所举行了一系列公众信息专题研讨会，试图改变公众对股票缺乏了解的状况及公众对股票的偏见。但是在推广股票知识及兴趣方面，交易所举办的研讨会的作用无论如何也比不上人们自己实践，人们在选择分担计划时通过“干中学”（learning by doing），对股票产生了更多的投资兴趣。

如果为了积攒养老金而把注意力集中到股市，人们就会进行长远考虑。401(k)计划公开的意图是为退休做准备，但退休对大部分雇员来说还是很多年后的事。根据 401(k)计划，固定缴费养老基金的发起人不必向投资者通告短期投资时机的消息，投资价值报告书也不是经常性发布的。参与者不可能每天通过报纸查看他们投资的价值。这种长远考虑可能会使投资者不再关注股市的短期波动，从而提高股市的价格水平。

鼓励投资者长远考虑或许是一种好事，但目前 401(k)计划一个附带的效果可能是，通过一个心理机制进一步增加对股票的需求。通过向雇员提供多种类型的股市投资计划，雇主能创造对股票的需求。经济学家什洛莫·本纳兹（Shlomo Benartzi）和理查德·塞勒（Richard Thaler）指出了投资类型对最终投资选择的影响。他们通过使用试验性的资料以及实际养老基金配置资料，发现人们倾向于把资金均匀地分配在可选项上，而并不考虑可选项的内容。举例来说，如果一项 401(k)计划提供股票基金和债券基金两种选择，那么很多人会各放入 50%的资金。如果计划提供的两种选择是股票基金和平衡基金（balanced fund）（比如说这个基金包括 50%的股票和 50%的债券），那么人们还是倾向于在每项上注入 50%的资金，这实际上意味着他们在股票上的投资已达到总投资的 75%。[30]

401(k)计划提供的选项通常严重地偏向于股票。与此形成鲜明对照，大部分 401(k)计划没有房地产选项，只有 TIAA CBEF 提供的一个计划里有真正的房地产投资的选择机会。这样，401(k)计划的发展刺激了公众对股市的兴趣。目前典型的 401(k)计划提供的选项有股票基金、平衡基金（通常是 60%的股票加 40%的债券）、企业股票（对雇主的投资），此外可能还有一些专门的储备基金，如增长基金（growth fund）、债券基金（bond fund）、货币市场基金（money market fund）或固定收益担保投资合同（fixed income guaranteed investment contracts），那么根据本纳兹和塞勒调查的结果，人们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在股票基金上的资金投入会比其他项多也就不足为奇了。此外，由于股票投资的类型更多，因而更多的注意力就被吸引到股票上来了。

正是以这样一种微妙的方式、兴趣价值或好奇价值，而不是任何理性决策过程鼓励投资者购买大量股票，超出了他们本来的意愿。这种似乎无意识的兴趣帮助抬高了股市价格。

◉ 共同基金的增长

在股市行情上涨之时，美国共同基金的数量也开始激增，并且被广泛炒作。1982 年，也就是最近一次长期牛市开始的初期，美国仅有 340 个共同基金。到 1998 年，共同基金已经达到了3 513个，比纽约证券交易所上市的股票还多。1982 年美国有 620 万个共同基金股东账户，大约每 10 个美国家庭有 1 个。而到了 2000 年，这样的股东账户上升到 1.641 亿个，几乎每个家庭都有 2 个账户。[31]此后的两年中，账户数量的增长一度停止了，但到了 2003 年账户数量增加至 1.741 亿个，超过了 2000 年顶峰时期的水平。

共同基金只是新瓶装旧酒。早在 19 世纪 20 年代，美国就出现了投资公司，只是它们不使用共同基金这一名称。[32]始创于 1924 年的马萨诸塞投资信托公司（Massachusetts Investors Trust），一般被认为是第一个共同基金。它与其他投资信托的不同之处在于，它公布投资组合状况，保证谨慎的投资策略，当投资者对其投资要求支付现金时实行自动清偿。但这个共同基金发展缓慢，投资者没有很快发现其优越性。在 20 世纪 20 年代出现牛市时，很多投资信托蓬勃发展起来。这些投资公司并不具备我们今天与信托基金紧密相连的保护措施，许多操作有欺诈性，有的甚至是蓬齐过程（Ponzi Processes）（见第 4 章）。

1929 年股市崩盘后，许多基金的投资价值大幅下降，公众对信托投资极不信任，尤其让人们感到愤恨的是信托公司经理的背叛行为，这些人所追逐
50 的是自身获利，这与投资者利益截然相悖。《1940 年投资公司法案》建立了对投资公司的管制，帮助公众重建了一些信心。但是公众需要的不仅仅是政府管制，他们还要一个不会让人联想起信托投资恶名的新名字，于是共同基金便应运而生了。共同基金与共同存款银行、共同保险公司名称上有相近之处，因为后两者是经受了股市崩盘考验而几乎未受丑闻干扰的备受尊敬的机构，所以这个名称也就显得可靠，因而对投资者颇具吸引力。[33]

《1974 年雇员退休收入保障法案》开设了个人退休账户，这给共同基金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



行业带来了新的冲击，但这一行业在 1982 年牛市开始后还是真正地腾飞起来了。

共同基金此后迅速发展的部分原因在于它们成为了 401（k）养老金计划的组成部分。当把计划余额直接投向共同基金时，人们很快熟悉了这一观念，这样人们也逐渐倾向于把非 401(k)存款投入到共同基金中来。共同基金迅猛发展的另一原因在于，它们在广告宣传上做了大量工作。电视节目、杂志、报纸频繁地打出广告，投资者还能在邮件中收到免费广告。共同基金引导人们相信基金管理专家会带领他们有效地规避风险，从而促使更多天真的投资者参与到股市中来。

因此，共同基金的推广把公众的注意力集中到股市，其结果刺激了股市整体的投机价格运动。[34]众多投资者中正在形成这样的观点：共同基金是稳固的、方便的、安全的。这一观点鼓励许多一度畏惧股票市场的投资者走入市场，从而推动了股市的上行。（公众对共同基金的态度的进一步讨论见第 11 章。）

◉ 通货膨胀回落及货币幻觉的影响

以消费价格指数百分点变化来衡量，美国通货膨胀自牛市开始后逐渐好转。1982 年，尽管通货膨胀率在 4%左右，人们还是很不确定通货膨胀率是否会回升到 1980 年时的高位（那一年通货膨胀率几乎达到了 15%）。牛市期间最显著的股价上升出现在 90 年代中期，那时通货膨胀率降至 2%～3%的范围内，随后又跌破 2%。

在一项调查中，我发现大众对通货膨胀非常关注。[35]人们普遍认为，通货膨胀率是国家经济和社会机能状况的晴雨表。高通胀被认为是经济紊乱、基本价值丧失的表现，是国家的耻辱，是在外国人面前丢脸。而低通胀则被认为是经济繁荣、社会公正、政府廉洁得力的表现。因此较低的通货膨胀率增加了公众的信心，随之会促进股价的升高。 51

但从一个纯理性的角度来看，股市对通货膨胀的这一反应是不恰当的。1979 年，诺贝尔经济学奖得主弗朗哥·莫迪格里安尼（Franco Modigliani）和理查德·科恩（Richard Cohn）一起合作发表了一篇文章，提出股市对通货膨胀反应不恰当是因为人们没有完全理解通货膨胀对利率的影响。[36]当通货膨胀很高时——他们写文章时，正接近于 1982 年股市谷底——名义利率（我们看到的每日报价利率）也很高。这是因为它必须补偿投资者因通货膨

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

胀带来美元贬值而遭受的损失。但实际利率（根据通胀影响调整的利率）那时并不高，因此股市不应对高名义利率有任何反应。莫迪格里安尼和科恩认为，当名义利率较高，而实际利率并不高时，股市仍会倾向于走入低谷，这是因为存在一种“货币幻觉”，或者说，公众对货币标准的变化所产生的影响迷惑不解。当发生通货膨胀时，美元价值发生变动，因此改变了衡量价值的尺码。面对变化了的尺码，许多人很自然会感到迷惑。[37]

公众对目前通货膨胀认识的误区刺激了对实际回报率的高预期。媒体报道以往长期的股市回报率时，所用的大部分数据都是名义数据，即没有修正通货膨胀影响的数据，这很自然地鼓励人们去预期这种回报率会持续到将来。目前的通货膨胀率在2%以下，与之相比，1960年约翰·肯尼迪当选总统后出现了一个历史性的高通货膨胀率——以消费价格指数计算的通货膨胀率平均保持在4.4%。因此，期望在目前的股市中获得像1960年以后几年中那样高的名义回报率，这样的要求未免太高了。

媒体报道中的历史股价指数曲线图几乎总是采用名义数据，而不是像本书这样采用扣除通货膨胀影响后的数据。消费价格指数从1960年至今已增长了6倍，从1913年算起则增长了17倍。如果不扣除通货膨胀的影响，它将会给长期历史股价指数曲线造成一个强劲的向上冲势。因此千年之交，实际股市中出现的异常现象，即表1.1显示的股价飙升，并没有在媒体报道的长期历史曲线图中反映出来。事实上，媒体报道中的曲线图使人们认为目前股市中并没有任何异常。

新闻撰稿人大都不对通货膨胀因素进行修正，可能是因为他们认为这种
52 调整比较难懂，不大会受到读者的广泛认同。在这一点上他们可能是对的，大部分人都没有学过经济学基本原理，即使学过的人可能也已经忘了大半。这样，他们没有掌握一个基本原理——当美元的数量和价值极不稳定时，用美元衡量的价格是不正常的。大部分公众没有完全领会到，更有实际意义的股市水平应当是在扣除通货膨胀影响后来衡量的。这意味着我们在计算股市价值时，应当以一些通用的商品为尺度。[38]

◉ 交易额的增加：贴现经纪人、当天交易者及24小时交易

1982—1999年，纽约证券交易所的股票换手率（turnover rate）（一年中所有卖出股票数与全部股票数的比值）从42%上升到78%，几乎翻了一番。[39]注重高科技股的纳斯达克市场则表现出更频繁的股票换手率增长态势，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从 1990 年的 88%上升到 1999 年的 221%。[40]换手率的上升可能是我们以上分析的众多因素的表现，但股票换手率上升的另一个原因是交易成本的下降。1975 年证券交易委员会批准了竞争性经纪人佣金后，佣金率立即下跌，还出现了贴现经纪人。此外，技术及组织结构也出现了变动，一些创新举措使交易成本降得更低，例如 1985 年纳斯达克引入的小额委托执行系统以及 1997 年证券交易委员会公布的新委托操作规则。证券交易委员会制定了鼓励平等进入市场的规定，这导致了一大批“当日交易”的业余投资者的出现。所谓当日交易，就是利用职业投资者使用的委托执行系统，来迅速交易股票而从中获利的交易。

网上交易服务引人注目的发展和 1997 年后股市最辉煌的上涨几乎又是同时发生的。根据证券交易委员会的一项调查，1997 年美国有 370 万个网上账户，到 1999 年已达到 970 万个。[41]网上交易以及以互联网为基础的相关信息和交流服务不断发展，增加了人们对股市的关注。投资者在空闲时坐在客厅里就能得知价格的变化，工作时间以外的交易同样使人们增加了对市场的关注。

网上交易服务开展的初期，股票价格的波动变得频繁，随后价格变化的幅度略微收窄。[42]从总体上看，网上交易的扩展以及交易时间的延长会增大股价变化的幅度，而股价水平到底是升高还是降低则不那么确定。

不过，也有证据表明，价格信息披露频率的提高可能会减少人们对股票的需求。经济学家什洛莫·本纳兹和理查德·塞勒通过实验指出，对股市价格关注的时间模式会对股票需求产生深远的影响。在实验情况下，如果人们能看到股价的每日资料，他们对投资股票的兴趣会比他们只能看到长期回报资料时小得多，目睹股价每日纷杂的变化显然增加了他们对股票投资风险的顾虑。[43]因此，结论指出，加大市场价格披露频率可能会使市场价格水平下跌。

另一方面，机构和技术变化造成的股价报道频率增加，对股市产生的影响可能与本纳兹和塞勒得出的结论完全相反。在人们的注意力不受实验者控制的情况下，价格观察频率增加，由于吸引了人们对股票的注意而倾向于增加对股票的需求。公众注意力的变化是投资定价的一个关键因素，这一点我们将在第 9 章中详细论述。

◉ 赌博机会的增加

在过去的几年中，商业性和政府支持的赌博行为在全球范围内不断增

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长。[44]这种增长伴随着人们对市场和私有财产的日益尊重，以及人们心中“成王败寇”思想的不断加深。

在美国，1962—2000 年间，合法以及非法的商业赌博实际增长了 60 倍。[45]一项有2 000人参加的电话调查显示，在过去的一年中美国有 82%的成年人参加了赌博活动，这个数字比 1975 年增长了 61%。[46]人们花在赌博上的钱甚至超过了观看电影、购买唱片、参观主题公园、观赏体育比赛以及玩电子游戏的总和。[47]

近年来，美国的赌博机会骤增。19 世纪 70 年代，路易斯安那州彩票丑闻曝光后，国家禁止了大部分形式的赌博及彩票。由于国会 1890 年法案禁止邮售彩票，路易斯安那州彩票所实质上也因此而关闭。从那时到 1970 年，合法的赌博大致局限于赛马或赛狗，这些赌博形式对大众的吸引力十分有限。1975 年，有 13 个州发行了彩票，到 1999 年，已经有 37 个州发行了彩
54 票，并且下注方式也更加简单方便。1990 年以前，只有内华达州和大西洋城经营着合法的赌场，到 1999 年，船上赌场及码头区赌场已达到将近 100 个，而印第安保留地内的赌场就达到 260 个。同一时期，通过卫星报道赛事，场外下注也发展起来，赛马和赛狗赌博急剧膨胀。在家中通过有线网络及互联网下注赛马或赛狗成为可能。此外，电子赌博机也如雨后春笋般发展起来，包括老虎机、电视扑克、电视基诺纸牌游戏。有的州还在车站、便民店及彩票经销点内都设有赌博机。在今天的美国，便利的赌博机会无处不在，推广赌博进行的市场拓展攻势也掀起了史无前例的高潮。

赌博场所的增多以及实际赌博频率的增加，对我们的文化以及其他领域冒险的态度（如对股市投资的态度）产生了潜在的重大影响。以州彩票为形式的赌博合法化助长了非法彩票买卖[48]，同样也助长了其他的冒险活动。一些赌博合约，尤其是彩票，表面上像是金融产品——一个通过电脑交易，一个接受凭证（彩票券）。在所谓的大彩票发行中，人们参与的是一场轰轰烈烈、备受瞩目的全国性活动。建立起参加这种赌博活动的习惯后，人们很自然地逐渐步入更高层次的赌博形式——股票投机。

美国股市波动最大的时期是 1929—1933 年，当时的波动幅度是以往最高纪录的两倍多。这一时期的剧烈波动出现在一阵“赌博热”中。这一“赌博热”的出现并非由于赌博的合法化，而是由于 1920—1933 年期间禁酒法令引起的集团犯罪的结果。[49]1920 年后为满足对烈酒的需求，犯罪团伙应运而生，这些犯罪团伙很自然地渗入到非法彩票或地下双骰子赌及轮盘赌的活动中。为在全国范围内供应烈酒，集团犯罪建立起高效的配送、营销和零售

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

体系，他们突破了传统的地盘限制，这个体系使得非法赌博活动能在一个更大的范围里进行。同时，禁酒时期的非法活动助长了人们对法律的广泛藐视，促进了赌博的合法化。赌博刺激股市投资的原因是，赌博以及推销赌博的机构促使人们认为自己的好运气是无穷无尽的，助长了人们与他人攀比的强烈兴趣，并寻找到了一条从无聊单调的感觉中兴奋起来的新途径。今天，我们可以感受到，许多高度专业化的广告也在助长这种态度，即使是广播或 55
电视广告中通过职业演员表达出的也是典型的赌徒式的自我辩解。这些推销努力，以及赌博的亲身经历或目睹他人赌博，刺激了股市中轻率的冒险行为。这种广告露骨的程度令人吃惊，一块康涅狄格州广告牌为场外下注招揽生意，醒目地写道："就像股市一样，只不过更快"。虽然赌博和股票存在着本质的差别，然而形式上的某些相似之处却在人们的心中将两者联系起来。

◉ 小　结

回顾上述促使市场繁荣的潜在诱发因素，使我们更加深刻地认识到股票价格的确定并未形成一门完美的科学。虽然经济学家对金融市场的认识已有了很大的深化，但是就目前情况而言，金融市场中还有许多复杂的现象我们无法解释。

很多导致近期股市和房地产市场高涨的因素是难以预测的。但是，很多因素也具有无可争议的标志性。比如，互联网热、网上交易的激增、共和党控制的国会以及对资本利得税的削减都发生在股市最激动人心的飙升时期。其他因素（包括固定缴费养老金计划、共同基金的发展、通货膨胀下降、交易额的上升）也都明显地与 1982 年股市到达低谷后出现的事件密切相关。此外，我们的文化伴随股市涨潮也出现了进一步的变化。比如，研究表明，实用主义在过去的一代人中稳步上升。也许最有意思的是，赌博在 20 世纪 90 年代发展迅速。这些因素目前存在于美国，也存在于欧洲以及其他一些国家，并且这些国家中同样也存在着股市繁荣的现象。由此可见，我们对于造成美国股市繁荣的诸多因素的分析在其他国家内也得到了一定程度的验证。[50]但是，本章对于这些因素进行介绍绝不是说某一因素能够解释市场一定时期的涨跌。事实上，市场自身具有反馈和放大机制，经过一定时期，那些因素就通过市场自身的这种机制产生作用，有时市场反馈和放大机制还会使得作用因素的效果变得巨大和至关重要。在本书接下来的章节中，我们将进一步讨论市场的放大机制。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

【注释】

[1] 针对世界各国数据的研究表明，如果一个国家拥有发育程度较高的金融市场，那么它的经济增长一般较快，资源分配也比较有效。参见 Robert G. King and Ross Levine, "Finance and Growth: Schumpeter May Be Right," *Quarterly Journal of Economics*, 108(1993): 717-737; Rafael LaPorta, Florencio Lopez-de-Silanes, and Andrei Shleifer, "Corporate Ownership around the World," *Journal of Finance*, 54(1999): 471-518; and Jeffrey Wurgler, "Financial Markets and the Allocation of Capital," unpublished paper, Yale University, 1999。

[2] 研究表明，在商业周期的低谷时期预期收益往往趋高，此时个人投资者的股票投资有减少的趋势，而机构投资者则相反，这样一来便保持了市场的稳定。参见 Randolph Cohen, "Asset Allocation Decisions of Individuals and Institutions," unpublished paper, Harvard Business School, 1999。美林证券公司的一项调查显示，国外的基金管理人在美国股市从 1994 年开始的牛市期间纷纷出售美国的股票，但美国本土的基金管理人却没有表现出同样的趋势。参见 Trevor Greetham, Owain Evans, and Charles I. Clough, Jr. ,"Fund Manager Survey: November 1999"(London: Merrill Lynch & Co. , Global Securities Research and Economics Group, 1999)。

[3] 私有产权激励社会进步的思想来源于亚当·斯密斯，近年来，这个思想越来越受到认同。例如参见 William A. Fischel, *The Homevoter Hypothesis: How Home Values Influence Local Government Taxation, School Finance, and Land-Use Policies*(Cambridge Mass. : Harvard University Press, 2001)。

[4] 资料来源：U. S. Bureau of Labor Statistics, Current Population Survey.

[5] 在调查中，我们还问道："这种对收入的担心是否会促使你购买住宅，或者促使你购买更大的住宅?" 在 414 位受访者中，有 81%回答："对收入的担心对购房决策没有影响"。在其他回答"有影响"的受访者中，回答"有积极影响"是回答"有负面影响"的受访者的 2 倍。

[6] 参见 J. Nellie Liang and Steven A. Sharpe, "Share Repurchases and Employee Stock Options and Their Implications for S&P 500 Share Retirements and Expected Returns," unpublished paper, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, D. C. , 1999。公司发行员工期权的一个原因是公司员工往往对公司未来非常乐观，利用这个公式支付员工报酬，公司可以从员工和市场对公司的不同估价中套利。参见 Nittai Bergman and Dirk Jenter, "Employee Sentiment and Stock Option Compensation," unpublished paper, Massachusetts Institute of Technology, 2004。另一个原因是公司募集新的资金后，更乐意将股票给予那些将长期持有的人，而不是很快就卖出的投资者。参见 Malcolm Baker, Joshua Coval, and Jeremy C. Stein, "Corporate Financing Decisions When Investors Take the Path of Least Resistance," unpublished paper, Harvard Business School, 2004。

[7] U. S. Bureau of Labor Statistics National Compensation Survey, 2003, http://www.bls.gov/opub/cwc/cm20040628yb01p1.htm.

[8] 拥有股票期权的经理们还特别倾向于用股票回购（share repurchase）来代替一部分

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股息的分发，其直接效果就是会使他们的期权增值。1994—1998 年，先前提到的 144 个公司平均每年回购公开售出股票的 1.9%，大大超过了每年 0.9%的发行量，这一购买行为在很大程度上是为了满足雇员行使期权的要求。单是以股票回购代替股息就能把股价抬升几个百分点。

股票回购在最近几年也变得受欢迎，因为收益较高的公司并不希望将自己置于高股息的危险境地（投资者往往希望股息一旦调高就不再下调），同时还因为投资者意识到股票回购与发放股息相比在纳税方面更有优势。管理者也似乎每年都在改变股票购买行为，从而能在整个股票市场收益较高时进行回购；因此，近几年出现的回购热现象在很大程度上是因为管理者对股票市场有着乐观的预期。有关股票回购和收益的资料参见 William R. Nelson, "Three Essays on the Ability of the Change in Shares Outstanding to Predict Stock Returns," unpublished Ph. D. dissertation, Yale University, 1999; and Malcolm Baker and Jeffrey Wurgler, "The Equity Share in New Issues and Aggregate Stock Market Return," unpublished paper, Harvard University, 1999。

历史数据表明，经理股票期权计划实施后股息支出减少。参见 Richard A. Lambert, W. Lanen, and D. Larker, "Executive Stock Option Plans and Corporate Dividend Policy," *Journal of Finance and Quantitative Analysis*, 24(1985):409-425。

[9] 个人储蓄的相关数据来自 U. S. National Income and Product Accounts, Table 5.1。资产增长的相关数据来自 Tables B100 and B100e of the Flow of Funds Accounts of the United States。

[10] 由罗珀斯塔奇环球公司进行的调查，引自 Karlyn Bowman, "A Reaffirmation of Self-Reliance? A New Ethic of Self-Sufficiency?" *The Public Perspective*, February-March 1996, pp. 5-8。实证研究发现物质主义价值观在不同文化间存在着差异，这一事实表明物质主义价值观会随时间的推移而慢慢改变。参见 Gueliz Ger and Russell W. Belk, "Cross-Cultural Differences in Materialism," *Journal of Economic Psychology*, 17(1996): 55-77。

[11] U. S. Bureau of Justice Statistics, "National Crime Victimization Survey (NCVS)," http://www.ojp.usdoj.gov/bjs/cvict.htm#ncvs.

[12] 经济学家埃伦·麦格拉顿（Ellen McGrattan）和爱德华·普雷斯科特（Edward C. Prescott）曾经指出，与 60 年代末股市的价格水平相比，美国股市 90 年代末出现的较高的价格水平可以由这一时期税收的降低来解释。参见 Ellen R. McGrattan and Edward C. Prescott, "Taxes, Regulations, and the Value of U. S. Corporations: A General Equilibrium Analysis," Research Department Staff Report 309, Federal Reserve Bank of Minneapolis, 2002 (revised 2004, http://research.mpls.frb.fed.us/research/sr/sr309.pdf)。

[13] 一些简单的经济增长模型提示突然的技术进步对股价没有影响。这样的模型可参见 Robert Barro and Xavier Sala-i-Martin, *Economic Growth* (New York: McGraw-Hill, 1995); Olivier Blanchard and Stanley Fischer, *Lectures on Macroeconomics* (Cambridge, Mass: MIT Press, 1989); or David Romer, *Advanced Macroeconomics* (New York: McGraw-Hill, 1996)。例如，突然的技术进步的理论性影响是：刺激大量新的投资，这样便会压缩额外利润。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

[14] 1999 年 11 月 1 日，微软和英特尔被加入道琼斯工业平均指数中。

[15] 参见 Adam S. Posen, "It Takes More than a Bubble to Become Japan," Institute for International Economics, Working Paper No. 03－9, October 2003。

[16] 参见 Joel E. Cohen, "A Global Garden for the Twenty-First Century," *The Key Reporter*, Spring 1998, p. 1。

[17] 参见 World Bank, *Averting the Old Age Crisis* (New York: Oxford University Press, 1994)。

[18] 格迪普·S·巴克希和陈志武(Gurdip S. Bakshi and Zhiwu Chen, "Baby Boom, Population Aging and Capital Markets," *Journal of Business*, 67 [1994]: 165－202)找到了美国 20 岁以上人口平均年龄与实际 S&P 指数之间存在着实质性联系，他们使用的是 1950—1992 年的数据。然而，罗宾·布鲁克斯(Robin Brooks, "Asset Market and Savings Effects of Demographic Transitions," unpublished Ph. D. dissertation, Yale University, 1998)指出，他们的结果与取舍点年龄（20 岁）有密切关系，罗宾将他们的分析推广应用于其他 7 个国家，发现结果不甚理想。巴克希和陈志武的思路也许是对的，但他们用以证明生育高峰与股票市场水平间有联系的证据还不够充分。

[19] 参见 Ronald Inglehart, "Aggregate Stability and Individual-Level Flux in Mass Belief Systems," *American Political Science Review*, 79(1) (1985): 97－116。

[20] Richard Parker, "The Media Knowledge and Reporting of Financial Issues," presentation at the Brookings-Wharton Conference on Financial Services, Brookings Institution, Washington, D. C., October 22, 1998.

[21] James T. Hamilton, *All the News That's Fit to Sell: How the Market Transforms Information into News* (Princeton, N. J.: Princeton University Press, 2004).

[22] 数据摘自 Mitchell Zacks of Zacks Investment Research. 根据《新闻周刊》的文章，变化更为剧烈：卖出 26.8%，买入 24.5%，持有 48.7%。参见 Jeffrey Laderman, "Wall Street's Spin Game," *Business Week*, October 5, 1998, p. 148。

[23] 参见 Hsiou-Wei Lin and Maureen F. McNichols, "Underwriting Relationships, Analysts' Earnings Forecasts and Investment Recommendations," *Journal of Accounting and Economics*, 25(1) (1998): 101－27。

[24] 参见 James Grant, "Talking Up the Market," *Financial Times*, July 19, 1999, p. 12。然而，如果考虑到这个倾向，分析家的建议还是有用的。肯特·沃马克(Kent Womack, "Do Brokerage Analysts' Recommendations Have Investment Value?" *Journal of Finance*, 51 [1][1996]: 137－167)指出，当分析家的建议由持仓变为减仓时，股票随后的表现确实不错，证明了分析家确实有预测股票收益的能力。当建议由持仓变为减仓时，分析家对较差收益的预测则表现得更为灵验。沃马克在解释这种不对称现象时指出，这是因为分析家不愿轻易提出减仓的建议，他们只有在理由十分充足时才这么做。

[25] 参见 Steven Sharpe, "Re-examining Stock Valuation and Inflation: The Implications of Analysts' Earnings Forecasts," *Review of Economics and Statistics*, 84(4) (2002) 632－48

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2002，Figure 2，page 637。对收益率的预测来自 I/B/E/S，并且将各公司的预测加息到标准普尔指数。夏普得到的结论是 1979 年间关于收益率的预测并没有明显偏差。参见 Jeffrey Abarbanell and Reuven Lehavy，"Biased Forecasts or Biased Earnings? The Role of Earnings Management in Explaining Apparent Optimism and Inefficiency in Analysts' Earnings Forecast," *Journal of Accounting and Economics*，35 (2003)。

[26] 参见 Matt Kranz，"Earnings Whispers Return," *USA Today*，July 22，2003。

[27] Steven A. Sharpe，"How Does the Market Interpret Analysts' Long-Term Growth Forecasts?" Finance and Economics Discussion Paper Series 2002 - 7，Federal Reserve Board，2002.

[28] 税收优惠已经载入《1978 年国内税收法案》第 401 节 (k)，但它能否应用于公司养老金计划在当时看来还不清楚，约翰逊公司的执行副总裁 R・西奥多・本纳负责公司的咨询工作。他在 1981 年拟订了第一个 401 (k) 计划用以试探国内税收部门。1982 年 2 月，国内税收部门宣布该类计划的税收优惠是允许的。

[29] 参见 New York Stock Exchange，*The Public Speaks to the Exchange Community* (New York，1995)。

[30] 参见 Shlomo Benartzi and Richard H. Thaler，"Naive Diversification Strategies in Defined Contribution Plans," *American Economic Review*，91(1) (2001)：79 - 98。本纳兹和塞勒文章中的一些错误已由格尔・休伯曼和魏江指出，参见 Gur Huberman and Wei Jiang，"Offering versus Choice in 401(k) Plans：Equity Exposure and Number of Funds," unpublished paper，Columbia University，2004。

[31] Investment Company Institute，*Mutual Fund Fact Book* (Washington，D. C.，1999)，http://www.ici.org.

[32] 参见 Hugh Bullock，*The Story of Investment Companies* (New York：Columbia University Press，1959)。

[33] 参见 Rudolph Weissman，*The Investment Company and the Investor* (New York：Harper and Brothers，1951)，p. 144。

[34] 的确，投资资金流入共同基金似乎与股市表现有重要联系，因为当股票市场上涨时，共同基金会作出迅速而具有实效的反应。参见 Vincent A. Warther，"Aggregate Mutual Fund Flows and Security Returns," *Journal of Financial Economics*，39(1995)：209 - 235；and William Goetzmann and Massimo Massa，"Index Fund Investors," unpublished paper，Yale University，1999。

[35] 参见 Robert J. Shiller，"Why Do People Dislike Inflation?" in Christina D. Romer and David H. Romer(eds.)，*Reducing Inflation：Motivation and Strategy* (Chicago：University of Chicago Press and National Bureau of Economic Research，1997)，pp. 13 - 65。

[36] 参见 Franco Modigliani and Richard A. Cohn，"Inflation，Rational Valuation，and the Market,"*Financial Analysts' Journal*，35(1979)：22 - 44；也可参见 Robert J. Shiller and Andrea Beltratti，"Stock Prices and Bond Yields：Can Their Comovements Be Explained in

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Terms of Present Value Models?"*Journal of Monetary Economics*, 30(1992): 25 - 46。

[37] 莫迪格里安尼和科恩指出，人们在计算公司利润时往往没有考虑一个易犯的错误，这是由于在计算利润时减去的是为债务偿付的所有利息而不是经通胀调整后的利息。很少有人意识到这一点。杰伊·R·里特和理查德·S·沃尔(Jay R. Ritter and Richard S. Warr, "The Decline of Inflation and the Bull Market of 1982 - 1997," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 37[1] [2002]: 29 - 61)证实了各个公司对股市的错误评估与通货膨胀的水平和公司的受影响程度有关，并以此证明了莫迪格里安尼-科恩理论。

[38] 公众对通货膨胀的错误观点在以下文献中均有阐述：Eldar Shafir, Peter Diamond, and Amos Tversky, "Money Illusion," *Quarterly Journal of Economics*, 112(2)(1997): 341 - 374; and Robert J. Shiller, "Public Resistance to Indexation: A Puzzle," *Brookings Papers on Economic Activity*, 1(1997): 159 - 211。

[39] *New York Stock Exchange Fact Book* (New York, 1998), http://www.nyse.com. 有关交易股票的数据表明其增长更为显著，但这一增长事实上是由于通货膨胀和市场价值上涨导致扩股，使发行在外的股票总数增加而引起的。

[40] 参见 Gretchen Morgenson, "Investing's Longtime Best Bet Is Being Trampled by the Bulls," *New York Times*, January 15, 2000, p. 1。

[41] U. S. Securities and Exchange Commission, "Special Study: On-Line Brokerage: Keeping Apace of Cyberspace, "1999, http://www.sec.gov/ pdf/ cybrtrnd.pdf.

[42] 参见 Kenneth R. French and Richard Roll, "Stock Return Variances: The Arrival of Information and the Reaction of Traders, "*Journal of Financial Economics*, 17(1986): 5 - 26; 也可参见 Richard Roll, "Orange Juice and Weather," *American Economic Review*, 74(1984): 861 - 880。

[43] 参见 Shlomo Benartzi and Richard H. Thaler, "Myopic Loss Aversion and the Equity Premium Puzzle," *Quarterly Journal of Economics*, 110(1)(1995)73 - 92。

[44] 正如阿博特（Abbott）和沃尔博格（Volberg）写的那样："20 世纪最后 20 年的一个非常显著的特征是无处不在的商业赌博。" Max Wenden Abbott and Rachel A. Volberg, "Gambling and Problem Gambling in the Community: An International Overview and Critique, " Report No. 1 of the New Zealand Gaming Survey, 1999, p. 35.

[45] 作者的数字运算引自 Craig Lambert, "Trafficking in Chance," *Harvard Magazine*, 104(6) (July-August 2002): 32。

[46] John W. Welte et al. "Gambling Participation in the United States—Results from a National Survey," *Journal of Gambling Studies*, 18(4) (2002): 313 - 337.

[47] Eugene Martin Christiansen and Sebastian Sinclair, *The Gross Annual Wager of the United States, 2000*, Christiansen Capital Advisors, 2000, p. 2.

[48] 也可参见 William N. Thompson, *Legalized Gambling: A Reference Handbook* (Santa Barbara, Calif: ABC-CLIO, 1994), pp. 52 - 53。

[49] 20 世纪 20 年代有关赌博行为数量的资料不多。我统计了《期刊论文读者指南》

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



(*Reader's Guide to Periodical Literature*) 中有关赌博的文章数目，并计算出了所有以赌博为主题的文章的百分比，如下所示（Ⅰ、Ⅱ分别表示 1938 年上半年和下半年）：

1919—1921 年	0%
1922—1924 年	0.004%
1925—1928 年	0.021%
1929—1932 年	0.035%
1933—1935 年	0.006%
1936—1938-Ⅰ年	0.003%
1938-Ⅱ—1942 年	0.008%

以上数据充分显示了 1925—1932 年间，人们对赌博的兴趣骤减。当然从这些数据中无法找出人们对赌博态度转变的根本原因。查找有关赌博的历史以及赌博与投机的关系的资料，参见 James Grant，*The Trouble with Prosperity*：*A Contrarian Tale of Boom*，*Bust*，*and Speculation* (New York：John Wiley and Sons，1996)。

[50] 互联网的高速发展、外国经济对手的败退、文化转而趋于推崇商业成功、媒体对财经新闻报道的扩大以及股票市场交易量的增长，所有这些因素在欧洲也同样起作用，只不过不像在美国那样让人们深有感触罢了。虽然欧洲第二次世界大战后在生育高峰期出生的婴儿人数比美国少，但在 20 世纪 60 年代中期也经历了明显的生育低潮。欧洲虽不像美国那样增加了许多赌博机会，然而，即使所有这些诱发因素在欧洲都不起作用，单是美国投资者对欧洲股票的需求也会引发一种实实在在的传染效应。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第4章 放大机制：自然形成的蓬齐过程

56 在前一章中，我们探讨了一些可能诱发股票市场和房地产市场投机性泡沫的因素。本章将要研究下面的问题：投资者对未来股市的信心和期望，以及对股票需求产生影响的其他方面，是如何形成一个完整的机制并放大上述诱发因素的作用的。为了提供一些具体的背景材料，我们首先将考察有关投资者信心和期望的例证。

放大机制是通过一种反馈环（feedback loop）工作的。本章将这种反馈环描述成一种自然形成的蓬齐过程——过去的价格上涨增强了投资者的信心及期望，这些投资者进一步抬升股价以吸引更多的投资者，这种循环不断进行下去，因此造成对原始诱发因素的过激反应。在许多公开演说中，反馈环被广泛地提及，它甚至被认为是最古老的金融理论之一。[1]但是在现代金融学教科书通常不会涉及这个理论，它往往被视为一种未被证实的假说，事实上，我们将看到，还是有证据支持这种理论的。

◉ 投资者信心的变化

20世纪90年代的牛市有一个显著特征，并且这一特征与2000年以后的
57 熊市相联系，这就是投资者对股票信心的变化。在20世纪90年代末期，一种非常简单的想法似乎占据了人们的思想，那就是股票是最好的投资方式，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尤其进行长期股票投资可谓是万无一失。这一想法与 1973—1974 年股灾后盛行的观点形成了鲜明的对比。虽然当时没有进行问卷调查，但是在 70 末年代，大多数人都认为“房地产是最好的投资方式”。

20 世纪 80 年代后期开始，我通过向高收入的个人发放调查问卷来了解他们对股票市场的看法。1996 年我的研究得出了结论：人们相信股票是最好的投资方式，它没有失败的可能，并且这种想法已经演变为一种流行文化。我认为有必要将不同时期人们的这种想法的变化记录下来。此后，耶鲁大学金融学国际研究中心继续了我的问卷调查工作。我们对美国高收入者进行了随机的问卷调查，选择同一答案的人数百分比以及受访人数如下：

你同意下面的表述吗？“对于那些长期持股的投资者来讲，股市是最好的投资工具。”

	1996 年	1999 年	2000 年	2001 年	2002 年	2003 年	2004 年
完全同意	69%	66%	67%	61%	46%	42%	42%
比较同意	25%	30%	30%	31%	41%	42%	41%
一般	2%	2%	2%	2%	3%	6%	9%
比较不同意	2%	1%	1%	3%	8%	6%	4%
完全不同意	1%	1%	0%	2%	2%	4%	4%
有效受访人数	134	296	165	223	375	371	208

显然，在股市的繁荣时期对这一表述的认同率非常高，2000 年市场处于顶峰时期，有 97%的受访者持同意态度，持完全同意态度的百分比则高达 67%。1996 年，我也对同类人士提出过这个问题，结果略有不同，在 134 名受访者中，持同意态度的占 94%，完全同意的占 69%。在任何调查问卷中，94%的同意率都是很可观的，尤其是在涉及如投资战略这样敏感的问题时，这一数字就更让人惊叹了。[2]但当市场开始下滑时，投资者对于上述表述的认同也开始动摇。2004 年，持同意态度的百分比从 2000 年的 97%下降到 83%，持完全同意态度的百分比则从 67%下降到 42%。当然，这一比例仍然较高（我们可以据此得出结论：非理性繁荣仍然存在），但是它正在减少。

在近期房地产市场的繁荣过程中，我和我的同事卡尔·克斯在波士顿、洛杉矶、密尔沃基和旧金山四个城市随机选取了近期购房者作为调查对象，针对房地产市场进行了与股市相同的调查。在 2003—2004 年的调查中，波士顿、洛杉矶和旧金山的房价经历了大幅上涨，而密尔沃基的房地产价格则 58

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

较为稳定（见图 2.2）。通过考察问题的回答情况，我们可以了解不同市场间的差异。

你同意下面的表述吗？"对于那些长期持股的投资者来讲，房地产是最好的投资工具。"

	波士顿	洛杉矶	密尔沃基	旧金山
完全同意	36%	54%	29%	46%
比较同意	46%	35%	45%	44%
一般	11%	8%	18%	8%
比较不同意	4%	2%	7%	2%
完全不同意	2%	0%	1%	1%
有效受访人数	318	233	306	283

那些刚刚购买住房的人将房地产作为最好的投资工具当然不会让人感到意外。这正是心理学家所说的"如意算盘偏差"（wishful thinking bias）。有趣的是，那些房价高启的城市中"完全同意"的比例要高于密尔沃基。其中，"完全同意"的比例最高的是洛杉矶，而它也是房价上涨最高的城市。

综合考察以上调查结论，我们可以看出人们存在一种感觉，这就是他们认为价格总是会不断上涨，并且人们对这一判断的信心会随着时间的推移和市场的不同而发生变化。作为调查的一部分，我们还询问了高收入投资者一些其他问题，下面是这些问题和调查结果：

你对以下说法有何看法？"如果再发生一次像 1987 年 10 月 19 日那样的股市危机，股市在两年左右的时间内一定会回复到危机前的水平。"

	1996 年	1999 年	2000 年	2001 年	2002 年	2003 年	2004 年
完全同意	38%	42%	42%	38%	29%	26%	21%
比较同意	44%	44%	40%	43%	44%	44%	46%
一般	10%	5%	10%	10%	10%	12%	18%
比较不同意	5%	7%	9%	7%	12%	13%	11%
完全不同意	2%	1%	0%	3%	5%	5%	4%
有效受访人数	135	292	164	222	372	367	208

 由调查结果可以看出，同意上述表述的比率基本随市场的变化而变化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在 1999—2000 年市场接近顶峰时，42%的受访者选择了“完全同意”。当市场开始下滑时，选择“完全同意”的人数比例也随之下滑，到了 2004 年这一数字为 21%，只有顶峰时期的一半。人们本来认为投资股票是没有风险的，因为即使遇到调整，股价仍将重拾升势，人们对于市场的这种信心是股市的重要支撑。然而，随着市场的变化，人们的信心逐渐削弱。经历了五年的调整，还有一些人抱有这样的想法。不过，似乎已经有越来越多的人对股市失去了兴趣，并且再也不会相信长期股票投资没有风险了。

有趣的是，人们往往不会相信与我们的问卷调查相反的假设，也就是说，当市场经历了引人注目的上涨之后，人们往往不会相信市场将在未来的几年中回到起点。[3]他们宁可凭感觉乐观地相信市场会出现反弹，也不愿意相信长期均衡价格的存在。

有一些证据可以表明，1929 年，许多人对股市反弹抱有同样的信心。尽管我们没有那个时期的问卷调查数据，但可以看到一些对当时投资者信心的描述。弗雷德里克·路易斯·艾伦（Frederick Lewis Allen）在 1931 年出版了记述 20 世纪 20 年代历史的著作《恍然如昨》（*Only Yesterday*），书中写道：

1929 年夏天，人们擅长从往事中寻求安慰。在过去几年中，每一次股市的暴跌又都会迎来很快的攀升。进二退一——这就是股市的走势。如果你卖出，就只好等到下一次暴跌（每几个月就有一次暴跌）才能买进，因此根本没有理由立即卖出。只要你的股票好，最终就一定会赚钱。真正的赢家显然是那些“买进不放”的人。[4]

◉ 对投资者信心的反思

思考当前投资者信心的本质和原因非常重要，这不只是为了理解现实，也是为了讨论本章的重要问题：反馈环。增强投资者信心的反馈环发生于一个复杂的背景之下，它既包括社会因素，也包括人们的心理因素。

许多人设为，在股市出现了暴跌后的两三年中，市场将回到原来的水平。但是，人们的这种想法来自何处？事实上，历史数据并不支持这一论断。有许多例子表明：暴跌后的市场在相当长的一段时期内一直运行不佳。就拿最近的例子来说，今天的日经指数已经不及 1989 年其最高值的一半了，再如在第 1 章中讨论的 1929 年和 1966 年这两次美国股市高峰过后，股市在接下来的两段较长的时期内表现疲软。但是，市场持续不良运行的例子在公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

众脑海中却没有留下深刻记忆。

60 近期的美国股市之所以给投资者留下了深刻印象，这是因为他们亲身经历了这一切。从 1982 年起，他们亲眼目睹了飞涨的美国股市并对其作出了反应。现在的美国投资者与日本股市的投资者以及几十年前美国市场投资者有着截然不同的经历。许多人把注意力都放在每天报纸的股市走势图上，他们似乎能够凭直觉感到，股市每次下跌反弹后都会迅速创出新高。我们在学习骑单车或驾驶汽车时所用的认知能力可以使我们凭直觉知道前方的路况，这种能力也被应用到了对股市的预期之中。对于那些二三十岁甚至四十多岁的投资者来说，在他们关注并投资于股市的时期里，这种上升趋势一直存在着。

人们这些年来目睹股市下滑后会持续反弹，从而形成了某些主观经验，这对我们的想法产生了一种心理冲击，这种心理感受在事后很难理解或重述。那些原先预料股市会进一步下滑的人，由于年复一年不断地出现判断错误，情绪因而变得很坏，并因此丧失了信誉。所以，情绪的改变会对他们的观点——当然还有对观点的表达方式——产生冲击，而这种冲击与支持或驳斥这些观点的任何客观证据都无关。于是很自然地，以前悲观的人想作出不同的判断，或至少会在公众面前采用不同的表述方法。

即便投资者自己对 1982 年以后的股市没有给予关注，他们还是能够不断听到股市老手的相关心得。以下摘自戴维·伊莱亚斯（David Elias）1999 年出版的《道琼斯 40 000 点》（*Dow 40 000*）一书：

> 一个关于我朋友乔伊的故事。1982 年当道琼斯指数刚刚超过 1 000 时，他打电话告诉我，他在寻找合适的时机进入市场。过了这么多年，他仍在寻找一个绝佳时刻的反弹点。现在乔伊已经 62 岁了，还把钱放在大额银行存单中，他错过了整个牛市及其数个“千点”里程碑。到现在乔伊还没有意识到根本不存在所谓的绝佳时机——当股市从反弹点恢复之后，就会冲向新高。[5]

61 这段文字表面上有一些说服力，尤其是将其与伊莱亚斯书中接下来的一段关于高回报率（如同近期的股市）下复利机制的论述结合起来，更能表明股市是真正的致富场所。这种叙述带有强烈的感情色彩，如同一个关于驾车失误而造成的车祸事故或某人要求老板提薪的亲身体验一样。

这样的故事之所以会有相当的吸引力，一个原因是将成功的投资看做掌握自己内在冲动的过程，而不是在历史环境中分析我们现在所处的情形，它使读者忘记了就股市行情而言，什么才是目前最需要关注的。普通人在控制

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自己的冲动时会考虑很多（如考虑使自己努力工作而不是放任自流，要保持体形不要发胖等），因此要求克制的论述比那些对市盈率进行历史分析的文章更能引起共鸣。伊莱亚斯论述的诱惑力在于，它勾起了懊悔之痛，这是进行当前投资的情感原因。这一点将在本章的后面提到。当论述不再对历史数据进行分析时，翻阅近期数据对人们的思维只能产生唯一的影响——使人们获得“市场下跌总会反弹”的隐约感觉。

多数媒体总是会报道一些在过去几年中股票投资者成功的事例，其实是在明显暗示读者“你也能行”。《美国周末》（*USA Weekend*）（一种随报纸发行的全国性周末杂志）中的一篇题为《如何在美国真正致富》[How to (Really) Get Rich in America] 的文章中列举了几位投资者的成功经历，并提出了一个假设性的叙述。假设一位 22 岁的大学生毕业，第一年赚30 000美元，并且每年的实际收入增长 1%。“如果仅将收入的 10%用于金融投资，并将这些储蓄投资到标准普尔指数基金中，在 67 岁退休时，就可以净收入 140 万美元，而且是以今天的美元来衡量的。”[6] 这种计算假定标准普尔指数基金（S&P Index Fund）每年能够获得 8%的无风险回报率，但并没有指出随着时间的推移，回报率可能没有这么高，因而故事的主人公最终可能无法成为一个百万富翁。在 1929 年的《妇女家庭杂志》（*Ladies' Home Journal*）上也出现了一篇标题十分相似的文章，这篇《人人都会致富》（Everybody Ought to Be Rich）[7] 也进行了同样的计算，并且也同样没有说明从长远角度来讲，任何事情都有出入。在 1929 年股市崩盘之后，这篇文章随即臭名远扬。

这些关于股票可能上涨的讨论看似合理，其实往往缺乏理论支持。它们总是夹杂在那些有关成功和失败的投资者的案例里，其言外之意表明，那些投资做得好的人在精神上和道德上也是优越的。公众逐渐对那些耐心赚钱而不受市场波动影响的人产生了强烈的崇拜，这是许多通俗书籍的主题。其中，最著名的一本是由托马斯·斯坦利（Thomas Stanley）和威廉·丹科（William Danko）合写的《邻家的百万富翁：美国财富的惊人秘密》（*The* 62
Millionaire Next Door：*The Surprising Secrets of America's Wealthy*），此书自 1996 年出版之后，在《纽约时报》（*New York Times*）精装畅销书排行榜上占据了长达 88 周的时间，在《时代》（*Times*）的平装畅销书排行榜上也稳居前列。这本赞扬耐心与节俭美德的书，销量超过了 100 万册。[8]

事实上，这类耐心投资的故事并不仅仅在美国畅销。在德国，由博多·谢弗（Bodo Schäfer）所写的 1999 年度畅销书《金融自由之路：7 年成为百

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

万富翁》（*The Road to Financial Freedom: A Millionaire in Seven Years*）为投资者设定了7年的时间，他将"任何股市下滑后必然迅速反弹"列为十大"黄金准则"之首。另一本1999年出版的德国书籍通篇都在讲述"耐心投资总会赚钱"的主题，此书由贝恩德·尼奎特（Bernd Niquet）所著，书名为《不必担心下一次崩盘：为何股市是长期投资的绝佳场所》(*No Fear of the Next Crash: Why Stocks Are Unbeatable as Long-Term Investments*)。[9]

在看待对股市信心的表现方式（无论是20世纪90年代的还是20年代的）以及了解人们当时的感受时，以下一点是十分重要的：在多数情况下，股市信心不是人们所谈及的核心，而是被其他内容所掩盖。例如，苏泽·奥曼（Suze Orman）是90年代一名极其成功的投资顾问，也是畅销书的作者，作品有《金融自由九步法》（*The 9 Steps to Financial Freedom*）和《致富勇气：创造丰富的物质和精神生活》［*The Courage to Be Rich: Creating a Life of Material and Spiritual Abundance*（1999)］。她运用电视媒体为自己树立了非凡的声誉，并且是奥帕拉·温弗里（Oprah Winfrey）节目的常客。她强调一个人致富要采取感情和精神上的措施。具体建议就是甩掉债务，投资股市。很显然，多数观众都对她传达的精神信息更感兴趣。对这些观众来讲，如何面对投资中的困难才是关键。至于她假设的10%的年回报率，只是一个大家无暇也不愿去追究的背景信息。尽管如此，由于她和其他作者对于这一假设的不断重复，这一假设却被提升到了"传统智慧"（conventional wisdom）的地位。

◉ 关于预期的例证

从1989年起，我就开始对美国的高收入个人投资者和机构投资者进行问卷调查。现在这项工作受到了耶鲁大学管理学院的资助。通过调查，我们发现投资者对股市的预期发生了变化。我们以开放式的问题询问投资者对不
63 同阶段道琼斯指数的预期。在提问时我们没有给定价格上涨的范围，因此受访者可以在没有任何暗示的情况下说出自己的预期值。1989年的调查结果显示，个人投资者对道琼斯指数一年内变化的平均预期值是0.0%。1996是4.1%，2000年是6.7%，2001年是8.4%。由此可见，从1989年到2000年股市达到顶峰之后不久的这段时期，股票市场估值的平均预期值大幅上涨。此后，个人投资者对道琼斯指数一年内变化的平均预期值有所下降，2004年的调查结果为6.4%。机构投资者的调查并未显示出同样的预期变化模式。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这也许是因为他们的专业能力使他们得以利用权威的分析方法来进行预测。

有些人可能会感到吃惊，我们上面提到的平均预期值结果竟然如此之低。比如 1989 年个人投资者对道琼斯指数一年内变化的平均预期值是 0.0%，即使刚刚经历了 2000 年的顶峰，投资者的预期也只有 8.4%。这似乎并不符合我们平时所认为的非理性繁荣。但是让我们来考察一下个人投资者的问卷回答情况，就能够明白为什么平均值如此之低了。1989 年 34%的个人投资者表示他们认为在接下来的一年中股市将要下跌。而那些认为股市不会下跌的投资者的平均预期值是 10.0%。不过大量悲观主义者的存在使得平均预期值降到了 0。

1996 年，认为股市将要下跌的个人投资者占 29%。但是，那些认为股市不会下跌的投资者对道琼斯指数一年内变化的平均预期值是 9.3%，基本与 1989 年持平。悲观主义者的人数较少使得平均预期值较 1989 年有所上升。

2001 年，认为股市将要下跌的个人投资者的比例进一步下降到 7.4%。那些认为股市不会下跌的投资者对道琼斯指数一年内变化的平均预期值是 10.1%，几乎与前几年相同。悲观主义者的迅速减少使得平均预期值增长到 8.4%。

到了 2004 年，认为股市将要下跌的个人投资者的比例进一步下降到 7.1%，这个数字比 2001 年的水平还要低。不过，这回那些认为股市不会下跌的投资者对道琼斯指数一年内变化的平均预期值却下降到了 7.3%。

总体来看，那些对于上涨的预期较为稳定，且接近专家判断的历史平均水平，而给出下跌预期的被调查者的比例则变化较大，说明市场的非理性因素始终在增长，直到市场处于顶峰后形成了下跌的恐慌。

在调查结果中，几乎没有人回答市场在未来的一年中将会上涨 20%或 30%，这一点并不令人吃惊。显然，那么高的预期不是一个让人信服的答案，也不是人们期望在媒体中见到的数字。使人信服的说法是市场将会继续 64
保持过去 30 年中所取得的高平均回报率，或大胆地预测说市场将会回调，实际上媒体也这么说，因此部分受访者预测股市将会下跌。人们真的相信他们在调查问卷上所写的答案吗？也许大多数人不知道该相信什么，也许他们认为自己的答案与其他答案一样可信。

瑞士银行投资者信心指数（2000 年以前称之为佩因·韦伯/盖洛普指数）显示，在 2000 年市场处于顶峰时，个人投资者中存在着更为乐观的平均预期。1999 年 7 月的调查表明，这些投资者预期未来 12 个月中股市的平均回报率是 15%。这听起来是一个相当乐观的数字，比我调查得到的预期值要高

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

得多。结果的差异可能与问卷中措辞的微妙差异有关。他们的问题是："宏观地考虑一下股市，你认为在未来 12 个月中，股市能够为投资者提供的总体回报率是多少?"而我的问题是："你预期价格将要变化百分之多少（数字前的'＋'表示预期的增长，'－'表示预期的下降，不知道的请不要填写)。"然后问卷留出空间让受访者分别给出 1 个月、3 个月、6 个月、1 年和 10 年内的道琼斯工业平均指数。注意这两个问题的不同含义：佩因·韦伯/盖洛普民意测验问的是回报率，也许这是在暗示受访者回报是一个正值；而我问的是价格的百分比变化，我的问题提到了答案可能是负值。

调查问题的答案与措辞的设计是息息相关的。但是，如果调查问卷中的措辞长期保持不变，随着时间而变化的答案也可能会暗示着期望值的变化方向。不管我的调查方法与瑞士银行投资者信心指数有什么区别，在各个时间段我们都保持了基本问题的一贯性。而瑞士银行投资者信心指数也肯定了我的调查结论，那就是在股市达到顶峰之前人们的预期往往过于乐观，而此后，人们的预期却又显得过于悲观。

◉ 对投资者期望和情绪的反思

经济学家通常喜欢将人定义为所谓的经济人，即他们能够根据对未来股价的预期和对其他投资风险的估计来对投资决策进行优化计算。然而事实
65 上，投资者在实际决定将多少资金投放到股市和其他投资项目（如债券、房地产等）的过程中，通常不会进行详细的估算。投资者通常也不会对不同资产类别的收益预测进行整合，或针对已知的风险权衡这些收益。

投资者不这样做的部分原因是由于他们通常认为，专家并不是对每个资产类别的价格变化及存在的风险都有所见地，毕竟专家之间总是存有分歧。人们认为，忽视目前专家对某一资产类别前景的看法不会造成太大的损失。投资者于是选择将其判断的依据建立在多数专家都认同的基本理论上。

专家在预测不同资产类别的相对回报率时通常会进行详细论证，然而这种论证对大多数人来讲几乎没有什么直接可用性。专家谈论的是联邦储备委员会可能采取的行动，菲利普斯曲线（Phillips Curve）的变化，或者由通货膨胀和常规的会计方法所引起的总收入偏差，大多数人对这类事情并没有兴趣。

然而，投资者必须作出一些决策。当决定将多少资金投入股市时，哪些因素可能会起作用？从感情因素上讲，人们可能会感到投资股市是所有人的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

唯一选择，这种感情会在决策中发挥关键作用。

人们知道股市有可能会重复近几年的运行过程，这种可能性就像股市可能会进行重大调整一样。夜深人静之时，一个人正在填写 401(k)投资分配表格，而他掌握的可靠信息极少，但又必须作出重要决定，这时他既疲倦又烦恼，他又会作何感想呢?

当然，个人的感受取决于其近期投资的经历。如果一个人已退出股市，没有像其他人那样抓住近期获利的机遇，那么他就会有一种很强烈的悔恨感。心理学家发现，悔恨能够提供极大的动机。[10]

有人会羡慕别人在股市中比自己工作一年还赚得多，这种羡慕是一种痛苦，尤其当自尊受到损伤时更是如此。如果那些赚得多的人真的比自己聪明或知识渊博，那么他就会觉得自己是一个落伍者。即便他们不比自己聪明，只是比较幸运，那种滋味也好不到哪儿去。不过，人们还是更愿意认为那些比自己成功的人是运气较好，以此来寻求情感上的慰藉。纳齐姆·塔利布(Nassim Taleb）就在他的著作《随机漫步的傻瓜》(*Fooled by Randomness*)中这样写道："我们的情感并不会因为我们为自己的失败找出合理的理由而好过一点，而对别人成功的嫉妒却总在不断伤害我们。"[11]

人们也许会想，如果在上涨的股市中再多留一年（假定股市还要涨一年)，也就不至于如此。当然，他也会想到市场或许马上就要下滑。人们在作资产分配决策时，究竟又是如何衡量可能的失误所造成的情绪打击的呢? 66

也许有人觉得即使炒股亏本也比连股市的大门都不敢跨进要强。虽然入市也有恰逢下跌之虞，然而这种可能的失败远远不敌未入市的遗憾所带来的痛苦。尽管有多种其他方式可以用来分散注意力，诸如努力成为一位好伴侣、好家长或是追求简单自在的生活，但是目前唯一真正能从情感上得到满足的决定还是投身股市。

当然如果说一个人一直在炒股，现在正在决定是否继续的话，他就会有不同的心境。有人可能会感到满足，对自己过去的成功可能还有些许的自豪，也有人会感觉更加富有。有人在获利后感觉自己像个“在玩全部家当”的赌徒，因此当再下赌注时情感上也没有什么可失去的了。[12]

综上所述，投资者决定投资时的情绪状态是造成牛市最重要的因素之一。尽管他们的情绪也是前一章所描述的各种因素（如实用主义和个人主义上升）所造成的结果，但市场不断增强的上升趋势会引发新的心理冲击，这又会加剧这种状态。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

◉ 公众对市场的关注

公众对市场的兴趣和注意力会随时间的推移发生重大变化，正如公众的兴趣会从一个有新闻价值的话题转到另一个话题，比如说从有关杰奎琳·肯尼迪（Jacqueline Kennedy）的新闻报道转到有关辛普森的报道，再转到有关戴安娜王妃的报道。对股市的兴趣也以同样的方式随潮流而改变，而这种变化主要取决于引发事件的吸引程度。

一些专家表示，1929 年也是投资者对股市极其关注的时期，约翰·肯尼思·加尔布雷斯（John Kenneth Galbraith）在他的著作《大崩盘：1929》（*The Great Crash：1929*）中写道：

1929 年夏天，股市不仅支配着新闻，也支配着文化。曾关注过圣·托马斯·阿奎那（Saint Thomas Aquinas）*、普罗斯特（Proust）、心理分析和身心疾病药物的少数精英也开始大谈联合公司、联合创建者和美国钢铁公司。
67 只有那些最古怪的激进分子仍对股市漠不关心，他们的兴趣集中在自我暗示或其他想法上。大街上你总能看到某人在煞有介事地谈论股票的买卖，俨然是一名股市的预言家。[13]

许多类似的评论文章也报道说，20 世纪 20 年代末期公众的注意力都集中在股市上。人们应该意识到，如果加尔布雷斯是在 20 世纪 20 年代写就此书的话，那么他的论述中就无法避免一些那个时代特有的浮夸的新闻习气。但是就整个 20 年代的变化方向来讲，加尔布雷斯是对的。

如果看一下整个 20 年代中每一年的《期刊论文读者指南》（*The Reader's Guide to Periodical Literature*）就会发现，在任何一年的期刊中，只有极少数文章（不到 0.1%）是关于股市的。人们在考虑股市以外的许多事情。然而，在这 10 年中，有关股市的文章比重明显在增长。1922—1924 年，有 29 篇关于股市的文章，占所列文章的 0.025%；1925—1928 年有 67 篇文章，占所列文章的 0.035%；1929—1932 年有 182 篇文章，占所列文章的 0.093%。在 10 年中有关股票的文章所占百分比几乎增长了四倍。

对近期的《期刊论文读者指南》的研究表明，尽管其中股市文章的百分比要比 20 年代的高，但两个时期里关于股市兴趣的转变却有着类似的趋势。1982 年股市处于最低潮时，有关股市的文章有 242 篇，占所有文章总数的

* 意大利中世纪神学家和经济学家，1226—1274 年。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

0.194%。1987 年即发生崩盘的那一年，有 592 篇关于股市的文章，占所有文章总数的 0.364%，几乎达 1982 年的两倍之多。发生崩盘之后，人们对股市的兴趣一度下降，1990 年仅有 255 篇文章事关股市，占总数的 0.171%。2000 年达到 451 篇，占所有文章总数的 0.254%。2000 年市场达到顶峰之后，文章的数目也随之下降。2003 年达到 327 篇，占所有文章总数的 0.175%，几乎回落到 1990 年的水平。

我们可以从另一方面考察投资者对市场的关注程度，即全美投资者企业协会（National Association of Investors Corporation）所报道的投资俱乐部的数目。投资俱乐部是小型的社会团体，成员们通常晚间在会员家中聚会，他们出于兴趣或学习目的而将小额资金投资于股市。四家成立于 50 年代牛市初期的投资者俱乐部在 1951 年创立了全美投资者企业协会，到 1954 年，俱乐部的数量发展到 953 家，1970 年（股市的高潮期）达到顶峰，多达14 102 家，1980 年（股市的低潮期）数目下降到3 642家。现在，俱乐部的数量早已超过了它的最高值，达到了37 129家。[14]投资俱乐部的数目大致与市场的运行情况相应，这一值得注意的现象表明牛市的确能够吸引投资者的注意力。但是，到了 2004 年俱乐部数量为23 360家，下降了 37%。投资俱乐部的数目大致与市场的运行情况相应，这一值得注意的现象表明牛市的确能够吸引投资者的注意力。2000 年之后俱乐部数量下降的幅度小于 1970—1980 68
年之间的下降幅度，这表明，目前投资者对股市的兴趣还没有像 20 世纪 70 年代时下滑得那么严重。而这也是与两个时期市盈率下滑的幅度相一致的。

在任何领域获得成功后，人们便会有一种自然倾向：采取新行动、开发新技巧，以求获得更大的成功。通过对那些从电话交易转向网上交易的投资者与继续使用电话交易的投资者之间的对比研究，经济学家布拉德·巴伯（Brad Barber）和特伦斯·奥迪恩（Terrance Odean）发现，那些转向网上交易的投资者过去平均每年能获得超过市场平均水平 2%的回报率。但转向网上交易后，这些投资者的投机性增强，更积极地增进交易，结果每年的回报率反而比市场平均水平低 3%。[15]这一发现可以说明，对过去的成功过于自信促使人们增加了学习网上交易的固定成本。在具备这些能力和兴趣之后，为了看到自己的技巧投资取得回报，他们可能在持续一段时间内（用年来衡量）更加关注股市。

1999 年市场接近顶峰的时候，几乎到处都在讨论股市。那时我曾经和我的妻子做了一个游戏，当我们外出用餐时，我就会预言，我们邻桌的人会讨论股市。当然我并不打算偷听他们的谈话，但是我会尝试去捕捉“股市”这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个词。我真的能够经常听到它。在那个时候提起股市被认为是一个可以接受的，甚至是令人兴奋的话题。五年以后，在公众场合提及股市就不再那么吸引人了，它甚至变成了一种侵扰，一种无礼的行为。到了 2004 年，人们提到更多的可能是房地产市场。1999 年和 2004 年之间的差别是微妙的，但是它也启示我们投资者对于市场的热情发生了根本的变化。

◉ 投机性泡沫的反馈环理论

在反馈环理论中，最初的价格上涨（例如，由前一章所提到的各种诱发因素所引起）导致了更高的价格水平的出现，因为通过投资者需求的增加，最初价格上涨的结果又反馈到了更高的价格中。第二轮的价格上涨又反馈到第三轮，然后反馈到第四轮，依此类推。因此诱发因素的最初作用被放大，
69 产生了远比其本身所能形成的大得多的价格上涨。这种反馈环不仅是形成整个股市中著名的牛市和熊市的因素，而且也事关个人投资的盛衰，当然两者可能在细节上会有差异。

前面已提到过，反馈环理论是广为人知的，但是多数人没有用反馈环这一术语来描述它。它是一个科学术语，通常又被称做恶性循环、自我实现预言、从众效应等。尽管投机性泡沫一词在一般言论中有不止一个含义，但通常指的就是这种反馈。

反馈环理论的一个最流行的说法是建立在适应性预期基础上的，这一说法认为，发生反馈是由于过去的价格上涨产生了对价格进一步增长的预期。[16]另一说法认为，发生反馈是由于过去的价格上涨使投资者的信心增加。通常认为这种反馈主要是对价格持续增长模式的反应，而不是对价格突然上涨的反应。

70 本章前面所讨论过的例证与适应性预期和投资者信心反馈理论都是一致的，投资者信心反馈理论在当前的股市中正发挥着重要作用。这种反馈也可能是基于情绪因素，与期望及信心都不相关。前面所讨论过的"在玩全部家当"的结果可能产生一种反馈：这种心境可能降低投资者在价格看涨之后抛出的倾向，因此放大了诱发因素的作用。[17]过去的价格水平对于人们的情绪有着广泛的影响。

反馈有许多不同的类型。其中，最为基本的类型是价格—价格（price-to-price）反馈：价格的上涨引发投资者的热情，进而直接导致未来价格的进一步上涨。另一种反馈类型称为价格—GDP—价格（price-to-GDP-to-price）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

反馈：由于股市和房地产市场市值的增加，使得人们的财富增加，再加上乐观主义的鼓舞，就会使得人们的支出增加。这里的支出包括消费、投资于其他的住宅、工厂和设备等资产的活动。我们把投资品价值增加所导致的这种影响称之为"财富效应"，它在股票市场和房地产市场中都存在。[18]如果人们的支出增加推动了 GDP 的增长，那么经济的增长又会鼓励人们进一步将 GDP 推向高点。人们认为较高的 GDP 更多地意味着经济的健康和强大，而不是泡沫的存在。这种想法最终导致了价格的上涨推动公司盈利水平的上涨，进而进一步推动价格上涨的反馈机制。当股市上涨，人们就会花更多的钱，这推动了公司利润的增长，公司基本面的改善就会使得人们对股市的预期进一步提高，而股价也就自然会更高了。

此外，在经济生活中普遍存在着人们对于偶然因素重要性的错误认识。我们知道，人们总是认为经济的一个基本状态是"健康"。当股市上涨，或者 GDP 增长，又或者公司的盈利水平提高了，他们就会或多或少地认为经济更加"健康"了。人们还认为经济会受到来自外部疾病的侵袭，比如地震、流星的冲击，也有可能因为外部环境的变化而有所突破，比如科学技术的突飞猛进。他们认为，股市、GDP 和公司盈利水平的变化就是这些外部因素作用的结果。的确，这些因素有时会对于经济产生影响。但是人们并不知道他们自身的心理因素同样作为这个复杂反馈模型的一部分对经济产生着影响。

不管哪一种反馈环理论在起作用，投机性泡沫都不可能永远持续下去。投资者对股票的需求也不可能永远扩大，当这种需求停止时，价格上涨也会停止。根据预期反馈环理论的流行说法，在需求停止时，我们就会看到股市的下降，即泡沫的破灭，因为投资者认为股市不会继续上涨，因此没有理由继续持股。然而，反馈环理论的其他说法并没有提及泡沫的破灭，因为他们没有假定价格会持续上涨。 71

实际上，即使是反馈环理论的最流行说法，也不认为泡沫会突然破灭。投资者需求中一定会有一些噪音，过去的价格反应有一定的不可预测性，同时投资者之间也缺乏同步性，这些都会支持泡沫的存在。此外，过去价格变化所产生的入市还是出市的诱惑不可能仅由最近的价格变化决定。投资者在判断近期股市的表现运行是否有诱惑力时，可能会回顾一下前几天、几周或几个月的价格变化。因此，这种简单的反馈环理论与那些显现诸多中断和摇摆的价格变化模式在本质上是一致的。[19]

无论采用哪一种反馈环理论，都可能意味着发生负泡沫，即反馈向下发生——最初的价格下滑使投资者失望，引起价格的进一步下滑。[20]（负泡沫

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的概念使我想到了装满热空气的密封塑料汽水瓶，当瓶子冷下来后会逐渐地向内收缩，但将瓶盖打开后，瓶子又恢复原状——尽管将正泡沫比喻成肥皂泡更为恰当。）当股价降到极点时，股市中的人们不愿脱手，负泡沫在此点爆破后即回复原状。但就像正泡沫一样，这种破灭也不太可能是瞬息完成的。

反馈环也可能产生复杂的甚至是明显的随机行为。一些计算机软件中的随机数生成器就是简单的非线性反馈环，它能产生看起来很复杂，能表明随机性行为的数据。如果假定除了简单的价格上涨反馈环外，在经济中还存在其他类型的反馈环，我们就可以得出如下结论：股市明显的随机性和突然变动性可能并不是无从解释的。研究非线性反馈环（non-linear feedback loop）的数学分析称为混沌理论（chaos theory），这种理论也许可以用于理解股市行为的复杂性。[21]

◉ 投资者对反馈和泡沫的理解

现在，投机性泡沫的反馈环理论已经广为人知，它被认为是大众文化的一部分。于是人们自然想知道，公众对这种泡沫的理解是否会受到市场高涨
72 的影响。也许当前泡沫的产生就是因为公众意识到了短期泡沫的存在，但是仍愿意与泡沫共舞。

1999 年 4 月，《巴伦斯》大赢家调查（Barron's Big Money Poll）曾向职业理财经理们问道："股市是处在投机性泡沫中吗？" 72%的受访者说"是"，只有 28%的人说"不是"。[22]这是人们认为当时市场存在泡沫的一个有力证据。

在耶鲁金融学国际研究中心的资助下，我利用调查数据构造了多个投资者信心指数。其中一个指数我们称之为估值信心（valuation confidence）指数，它显示认为股市不存在高估的受访者在所有受访者中的占比情况。我们给受访者的问题是："与公司基本面的真实价值或投资价值相比，你认为目前美国的股价：(1) 偏低，(2) 偏高，(3) 基本合理，(4) 不知道。"

估值信心指数显示了其中选择"(1) 偏低"和"(3) 基本合理"的受访者在选择 (1)、(2)、(3) 的受访者总数中所占的百分比。从 1989 年开始，我就一直将这个问题作为问卷的第一题，从未改动过。图 4.1 显示了自 1989 年以来个人投资者和机构投资者估值信心指数的走势。

如图 4.1 所示，20 世纪 90 年代个人投资者和机构投资者的估值信心都出现了下滑，并且就在 2000 年市场达到顶峰之前达到谷底。此后，估值信心又快

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

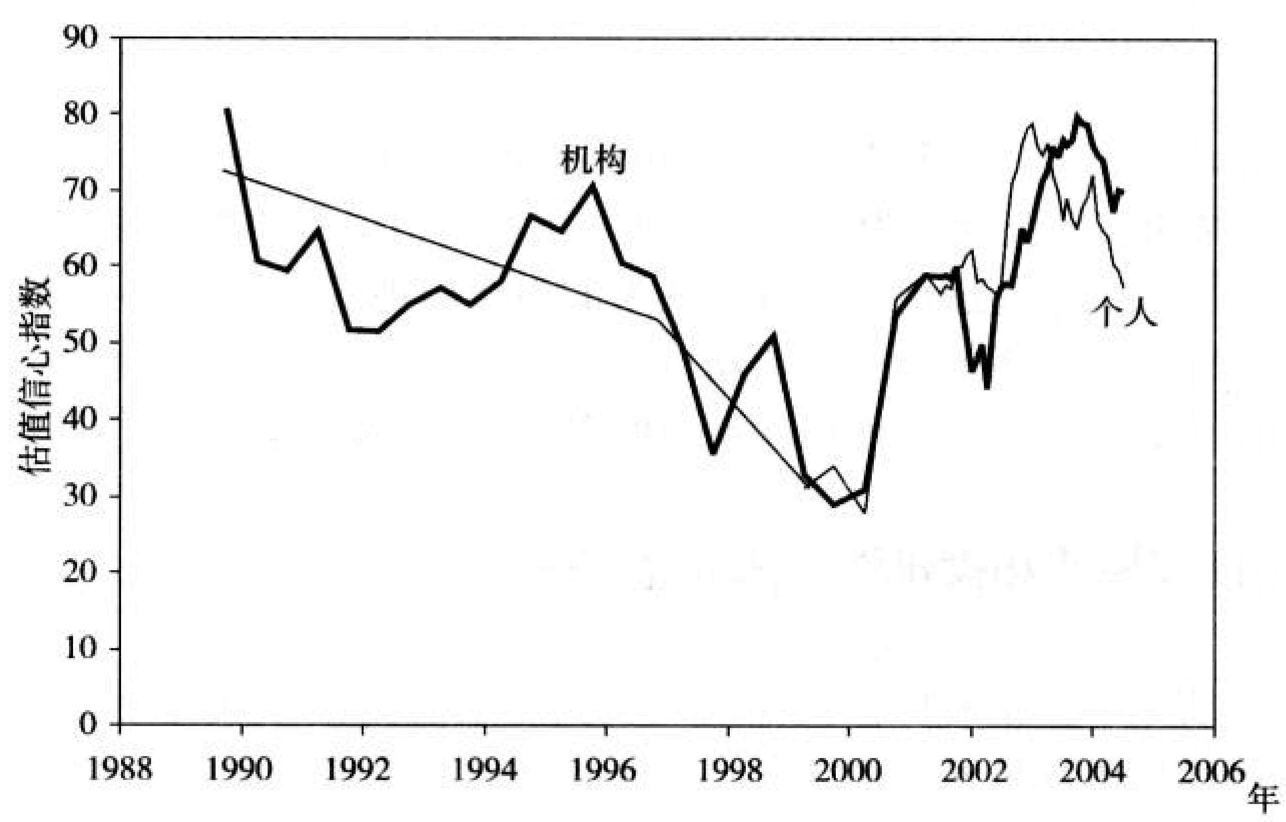


图 4.1 估值信心指数

图中显示了 1989—2004 年认为股市不存在高估的受访者占所有受访者的百分比。其中粗线表示机构投资者的状况，细线表示高收入的个人投资者的状况。[23]

资料来源：2000 年以前的数据来自作者的调查，2000 年以后的数据来自耶鲁大学金融学国际研究中心的调查结果。

速上升，几乎达到了 1989 年的水平。到了 2003 年，股市达到了更低的水平，人们也不再认为市场存在高估。估值信心的变化，为 2000 年前后市场泡沫的存在提供了有力的证明。

其实大多数人知道反馈过程的存在，人们在投资于股市时也知道存在泡沫，但是他们希望自己可以在泡沫破灭之前获利离开。巴伦斯大赢家调查结果显示，职业理财经理比公众投资者更加了解这一状况的存在。而公众投资者更多的是认为市场可能存在高估，也可能存在不稳定，但是他们对泡沫的运行机理并没有清晰的认识。

在我们对房地产繁荣城市的购房者进行的调查中，我们给了受访者充分的空间去填写是什么推动了他们刚刚参与的房地产市场的上涨。有些人说他们认为市场心理是推动因素，甚至有些人用了“泡沫”这个词。但是在我们 2004 年进行的调查中，只有 1%的受访者提到了泡沫。

作为 2003 年和 2004 年购房者调查的部分内容，我们问了以下问题：

下列哪一种理论能够更好地解释你所在城市近期的房地产价格走势？

1. 关于住宅买卖双方心理的心理学理论。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. 关于经济或人口统计学方面的理论，比如人口的变化、利率的变化、就业状况的变化等。

在 771 名受访者中，只有 13%的受访者选择了 1，而 87%的受访者选择了 2。这一结果表明公众认为心理反馈并非市场价格上涨的根本原因。的确，人们所感觉到的热情高涨似乎与普遍认为的泡沫出现的时间并不一致。但是如果一个人意识到价格的上涨是从众行为的结果，并且这种上涨会在一个不可预期的时刻突然停止，那他也就不会像现在这样兴高采烈地参与其中了。

◉ 作为反馈模式和投机性泡沫的蓬齐骗局

74 要证明简单、机械的价格反馈模式确实影响着金融市场是十分困难的，这种模式的作用机理是复杂的，它往往会使投资者产生高度信心和热情。我们可能会有一个自然的印象，认为投资者表现出的热情是对过去价格上涨的反应，但是我们找不到有力的证据证明反馈确实影响了他们的决策。

为了证明这种反馈机制确实在金融市场中发挥了作用，看一下蓬齐骗局或金字塔骗局的实例是很有帮助的。在这种骗局中，骗局制造者“创造”了从当前实现的投资收益到未来投资收益的正向反馈。这些骗局已被使用多次，虽然政府坚决予以取缔，但仍在继续风行。它们的有趣之处在于，从某种意义上讲，这是一种受控实验（受骗局制造者的控制），它能证实反馈环的存在，而这无论是在正常的市场状态或心理学实验中，都是不易发现的。

在一个蓬齐骗局中，骗局制造者向投资者许诺，投资便能赚得大量收益，但是投资者付出的投资款几乎没有或根本没有被投向任何真正的资产。相反，骗子将第二轮投资者支付的投资款付给最初的投资者，将第三轮投资者的投资款付给第二轮投资者，依此类推。骗局的名字来源于一个著名的（但肯定不是最早的）实例，这个实例是由查尔斯·蓬齐（Charles Ponzi）1920 年在美国进行操作的。在最初投资者盈利之后，他们被诱使将自己的成功故事转述给其他人，导致又一轮投资者进行更多的投资，骗子从中支付报酬给第二轮投资者；第二轮投资者的成功故事又吸引了更多的投资者，依此类推。这一骗局注定要终结，因为投资者不可能永远增长下去，骗局的策划者无疑是知道这一点的。策划者可能希望不付钱给最后的，同时也是最大规模的一轮投资者，然后逃离法律的制裁（或者如果幸运的话，他能够发现更好的投资机会，从而挽救整个骗局）。

我们知道，蓬齐骗局成功地使策划者变富，至少在被逮捕前是这样的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1920 年，查尔斯·蓬齐在 7 个月内吸引了 3 万名投资者，开出了总价值达 1 500万美元的票据。[24]在最近的一个著名事件中，家庭主妇雷吉米·博纳姆在阿拉斯加的一个乡村小镇上建立了一个巨大的蓬齐骗局。她许诺说，投资者在两个月之内会拿到 50%的收益，这个骗局 1989—1995 年吸引了来自 42 个州的 1 200 名投资者，投资总数为 1 000 万～1 500 万美元。[25]

1996—1997 年，在阿尔巴尼亚发生了一个更富戏剧性的事件。许多蓬齐骗局许诺能够提供绝好的投资回报率，这些骗局吸引了这个国家的相当一部分人。7 个蓬齐骗局共集聚了 20 亿美元的资金，这相当于阿尔巴尼亚年国内生产总值（GDP）的 30%。[26]人们对这些骗局的热情极高，在 1996 年的地方议员选举中，执政党的成员甚至在竞选海报中加了蓬齐骗局基金的符号，明显想利用这些新财源来获得竞选的砝码。1997 年，当这些骗局败露时，愤怒的抗议者抢劫银行，焚烧了建筑物，政府不得不动用军队来恢复和平，许多肇事者被杀。这些骗局的崩溃导致了总理亚历山大·迈克斯（Aleksander Meksi）的辞职和内阁的解散。[27] 75

作为其策略的一部分，成功的蓬齐骗局往往向投资者编造故事，表明赚大钱的可行性。查尔斯·蓬齐向投资者许诺，他能利用国际回复邮券进行套利来为投资者赚钱。回复券由邮政部门出售，购买者可以将它附在信中寄往另一个国家，从而预付回信的邮资。潜在的收益机会似乎确实存在，比如在欧洲购买邮政回复券，然后可以在美国出售套利，这是因为实际汇率与回复券上的隐含汇率不完全一致。在蓬齐骗局实施期间，报纸上报道了通过销售回复券来赚钱的收益机会，很显然这一收益机会对一些易受影响的人来讲是十分可信的。但是，实际上这个盈利机会是不会实现的，因为出售这些回复券并不容易。当纽约邮政局长宣布邮资回复券的供给量不足以实现蓬齐骗局所宣称的财富时，这个骗局便瓦解了。

阿拉斯加的雷吉米·博纳姆则宣称她可以从大企业购买未使用过的经常乘机者的飞行里程，将它们重组成优惠券后出售，就能赚得大笔钞票。据说阿尔巴尼亚的投资公司 VEFA 在经济复苏时期进行了大量的传统投资。当时在阿尔巴尼亚也有传闻说，VEFA 是洗黑钱的幌子，对许多投资者来说，洗黑钱也是赚大钱的一个可行来源。[28]

在这些蓬齐骗局中有一个重要的现象：最初的投资者对这些骗局是持非常怀疑态度的，因此，只进行了少量的投资。就拿邮政回复券中的套利收益机会来说吧，如果只是直接对人讲，而没能证明别人已经赚了许多钱的话，这个骗局还不足以吸引大量投资者，直到投资者看到别人已获得大量的回

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

报，才会对这一骗局真正充满信心。

这些所谓的投资回报实际上仅仅来源于新加入的投资者（当然骗局制造
76 者会矢口否认），而在这些骗局垮台之前，这种投资回报通常会不断地上升。最初的蓬齐骗局和阿尔巴尼亚实例都是如此。虽然旁观者清，但许多人直到后来仍相信这些骗局，这一点似乎令人十分不解。[29]这也表明了别人赚得巨额钞票的现象会对自己的思维方式产生影响。对于许多人来讲，别人赚了钱是很有力的证据。对于自己加入蓬齐骗局，这些证据的重要性甚至超过了最有理性的质疑。

◉ 欺骗、操纵和善意的谎言

现实生活中，市场繁荣景象的产生过程远远超出自然的蓬齐骗局的范畴。在市场繁荣的景象中，往往存在一部分精心设计、用以骗人的假象，一些人试图在一般投资者中制造一些错误的想法。当然，这样做是违法的。但是，如果我们的司法程序非常迟钝，那么罪犯就会很多年都得以逍遥法外。这也是投机性泡沫产生过程的一部分。

以前我在麻省理工的老师查尔斯·金德伯格教授（Charles Kindleberger），对我的思想产生了很大影响。他活到 92 岁，我们最后一次通信就是在他 2003 年去世前不久。在他 1989 年出版的著作《疯狂、惊恐和崩溃》（*Manias, Panics and Crashes*）一书中，他这样写道："我们相信，欺骗是由需求决定的……在繁荣时期，财富被创造出来，人们是贪婪的，骗子就会出来利用人们对财富的渴望。"[30]

多数投资品的价值取决于人们近期对未来价格走势的预期。然而，有些因素是我们今天无法看清的，因此公众对投资品的关注就为欺骗和谣言创造了机会。在市场繁荣时期，一些机会主义者试图伪装成成功人士，或新经济的先锋派，利用公众对投资的关注，从中找到获利的途径。

我们被泡沫欺骗的原因之一是我们被职业骗子的假象欺骗了。当一个聪明人为了骗人把自己变成所谓的专业人士，并且花了多年时间精心设计一个骗局时，他就有可能在我们面前完成那些看上去不可能完成的超群技艺，以此欺骗我们，或者至少能欺骗我们一段时间。况且，他们也只需要欺骗我们一段时间，以便拿走我们的钱，然后离开。因此，公众进行投资活动的当务之急是敦促我们的专业人士在财务和管理方面迅速提高水平。如果我们让那些职业骗子管理我们的公司，或者作为我们的房地产经纪人，那么我们只有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



期望我们所看见的不是现实。

这一现象的极端案例是一些彻底的犯罪行为，比如安然和帕玛拉特公司。每一次市场繁荣的景象过后带来的都是政策环境的变化，遭受损失的公众的利益被践踏，罪犯被起诉，法规更加严密。我们在市场跨越 2000 年的顶峰之后，在美国和其他国家的市场中再一次看到了这种情况的发生。因 77
此，从另一个意义上讲，投机泡沫的破灭净化了我们的金融市场，使得市场在此后能够更加有效地运行。

不过，比犯罪行为更普遍的情况是，一些人在法律允许的范围之内，利用市场的繁荣去构建那些连他们自己都不相信的商业活动。这种行为与诈骗没有什么两样。并且，他们其中的一些人已经从中获利，而没有受到任何惩罚。2000 年以来，许多高科技企业的高管营造出一些具有根本缺陷的商业概念进行上市融资，然后将自己的股票套现，完全不理会由此导致的股价大幅下跌。

我还记得 1998 年发生的一个生动的实例。当时，我曾经参与出售一个小公司。这家公司老总将自身的情况向一些投资银行进行了介绍，以帮助他们决定是否将该公司推荐给那些潜在的机构买家。当时的状况我仍然记忆犹新。我想，这家小公司的管理者向投资银行家们描绘了一个健全的商业典范形象。甚至让投资银行家们听得有些倦怠。在他的介绍中提到，该公司在互联网上出售产品，因此它可以被认为是一家网络公司。这时，其中一个投资银行家一下子振奋起来。他说，市场对网络公司非常感兴趣，如果公司的管理层可以将该公司描绘成为一家网络公司，那么，他所在的投资银行将可以把该公司的售价提高数百万美元。但是，他还说，公司必须勾画出一幅壮美的未来发展规划，这一规划使公司可以在未来的几年中获得丰厚的收入，并且公司的管理层必须采取相应的行动，以取信于投资者。后来，这个公司的老总告诉我，他起初采纳了银行家的意见，甚至准备给公司改一个以“.com”结尾的名字。但是，经过进一步的考虑，他说那都是假的，最终他决定不那么做。

不过，确实有人那样做了，事实上整个 20 世纪 90 年代都存在这样一种趋势，即利用媒体，通过营造所谓的概念来吸引投资者，以提高公司的股价。在 2002 年出版的《寻找公司的救世主》（*Searching for a Corporate Savior*）一书中，作者拉凯什·库拉纳（Rakesh Khurana）提到一些公司会花费高昂的成本聘请那些看似具有超凡魅力的急功近利的 CEO 来管理公司，以此来取悦股票市场。而那些具有深厚的商业知识功底、为人忠诚、作风稳

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

健的管理者则往往不被认可。[31]

◉ 自然形成的蓬齐过程所引起的投机性泡沫

78 从前一节的实例可以推测出，蓬齐骗局中自然出现的投机性反馈环的确在发挥作用。即使在整个股市中，操纵者没有捏造虚假的故事故意欺骗投资者，关于股市的神话也随处可见。当价格多次上涨时，就如同在蓬齐骗局中一样，投资者会从股市的价格变动中获得回报，还有许多人（股票经纪人和整个共同基金投资业）从讲述股市会进一步上涨这类故事中获利。没有理由表明这些故事具有欺骗性，他们只是强调了正面消息，忽略了负面消息。自然发生的蓬齐骗局——如果如此称呼投机性泡沫的话——应该没有规律而且不太富有戏剧性，因为它不受人的直接操纵，只是某些自然事件的发生促使其有时呈现出类似蓬齐骗局的过程。从蓬齐骗局到自然发生的投机性泡沫的扩展看起来是那么顺理成章。

许多金融教材都认为金融市场是合理而有效的，但是这些教材往往没有提到泡沫或蓬齐骗局。[32]这些书给人的感觉是金融市场在像数学一样精确地运行。但如果根本不提这些现象，学生怎么能就他们是否影响市场这一问题作出自己的判断呢？

◉ 证券市场与房地产市场中的反馈与交叉反馈

在前面几章中，我们注意到历史上，美国股市的价格变化与房地产市场的价格变化几乎不相关。但是，1995年股市开始大幅拉升，几年之后，1998年房地产市场出现了繁荣景象。我们还注意到，国际市场房价的上涨也是在股市启动两年之后出现的。这些都说明，股票市场和房地产市场之间有时可能存在着交叉反馈。随着房地产市场中投机活动的增加和社会的不断变化，这种反馈可能在未来不断加强。

79 其实，在股市出现繁荣景象的几年后，住宅的价格开始上涨，这并不奇怪。因为股市的繁荣带来投资者财富的增加，而财富的增加就会鼓励投资者在他们的房子上花更多的钱，因此房价就被炒上去了。由于人们需要花几年的时间来决定他们的换房计划，所以这一影响往往要在几年之后才会显现。但是，这样一种反馈模式却是很难想象的，那就是即使在股价出现大幅下跌之后，房地产价格也会出现较快的上涨。想要理解这一点似乎是很困难的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有可能是这样一种情况，由于受到了股市繁荣的影响，美国和其他国家的房地产市场在 1998 年股市达到顶峰之前出现了繁荣景象，并且在股市开始下跌之后，房地产市场借助于市场内部的反馈作用继续上涨。也有可能是这样一种情况，房地产市场的繁荣是自 1982 年以来股票市场增长的一种长期滞后反应。因为 2000 年以后市场的下跌，仅仅跌去了 1982 年以来累计涨幅的一半，并且此轮下跌使得人们认为 2000 年以后的股市比 1982 年时更加具有投资价值。

但是在考虑上述可能性的同时，我们还需要考虑另一个因素，它将有助于解释 2000 年以来股市下跌与房地产市场上涨并存的现象，这就是 2000 年以后股市的下滑，使得一部分投资者的投资热情从证券市场转移到了房地产市场，从而促进了房地产市场需求的增长。在我们 2003—2004 年对近期购房者进行的问卷调查中，我和卡尔·克斯直接向购房者询问了股市和房地产市场之间可能存在的反馈效应。下面是我们的问题和调查结果：

过去几年投资于股市的经历：

1. 在很大程度激励我购买住房	12%
2. 在一定程度激励我购买住房	14%
3. 与我的购房决策无关	72%
4. 对我的购房决策产生了一定的负面影响	2%
5. 对我的购房决策产生了很大的负面影响	1%

$n=1\ 146$

既然 2000 年以来市场整体出现了大幅调整，那么在我们进行调查时，受访者过去几年在股市的投资经历应该是不令人满意的。但是，大多数投资者表示这并没用影响他们的购房决策。考虑到许多人的购房决策是出于各种各样的个人原因，这一结果并不令人惊讶。但是，有趣的是，在选择了股市 80
的投资经历会影响他们的购房决策的受访者中，绝大部分人认为过去几年投资于股市的经历“激励”他们购买住房。事实上（考虑到百分比计算时四舍五入的误差），表示股市具有激励作用的受访者是表示股市具有负面影响的受访者的 10 倍。

调查问卷上的下一个问题是：“请解释你的想法”。受访者写下了他们对自己前一个问题的答案的解释。其中不少受访者表达了他们对股市和房地产市场之间交叉反馈作用的真实感受。下面是受访者的一些回答，这都是那些认为股市激励他们购房的投资者的回答：

● 我注意到我的个人退休账户和 401(k)养老金账户的潜在减少，于是我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

决定转而投资房地产。

● 因为房地产不会像股票有那么大的损失。

● 股票的价值变化较大，具有较大的风险。而购买房屋和土地则能够更好地保值。

● 收益递减，并且损失巨大，于是寻找其他投资品种。

● 投资房地产是最安全的个人金融投资品种，其他的都排在后面。

● 房子天生就是最安全的投资，你总是可以住在里面。

● 2000—2002 年，我们的个人退休账户和 401(k)养老金账户损失巨大，但是我们的房地产投资没有损失。

● 房地产比较安全，至少它是你自己的财产。而股票一旦损失，就可能什么都没有了。

当我们阅读了大量受访者的回答后，一个清晰的反馈模式浮现在我们眼前。2000 年以来股市的下跌和反弹的失败，使得人们对于股市的兴趣不断下降。人们开始将注意力转向另一个市场，并且他们越来越相信这个市场才是最好的投资场所。股票市场和房地产市场之间的交叉反馈作用已经形成，并且正如我们所看到的，它对于房地产市场的繁荣起到了一定的推动作用。[33]这种交叉反馈还有助于解释由于 20 世纪 90 年代繁荣时期过后，各个发达国家股票市场的下跌所导致的国际范围内房地产市场的繁荣。

也许上述只是股票市场和房地产市场之间的交叉反馈作用的表面证据。由于这种反馈并不是总会发生，因此它们看起来似乎并不能言之凿凿。但是请注意，我们研究的是社会科学，而不是自然科学。我们并不能完全解释为什么市场间的反馈机制是这样形成的，或者它又为什么会随着时间的推移而发生变化，不过起码我们已经对它有所了解了。

◉ 当今的非理性繁荣和反馈环

81 如前一章所述，有许多原因最终造成了这种繁荣。本章指出，反馈环（投机性泡沫）将这些因素的作用放大。随着价格的继续上涨，繁荣程度也被价格上涨本身所提升。

本章只是开始描述反馈过程。我们看到，反馈并不仅仅发生在下面的情形下：当看到过去的价格上涨，个人投资者会进行数学计算以调整自己的信心和期望。思考方式的变化感染着整个文化，这些变化不但根据过去的价格上涨发生作用，而且它们还会改变整个文化，从而进一步影响股市。为了更

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



好地理解诱发因素是如何产生影响以及这些影响是如何被放大的，在下一章我们将针对伴随着近期股市和其他投机繁荣而产生的文化变化进行更广泛的讨论。

【注释】

[1] 我们目前可以追溯到的最早的关于反馈环理论的论述源自 1841 年查尔斯・麦凯 (Charles MacKay) 撰写的 *Memoirs of Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds*。在书中，他这样描写 17 世纪 30 年代荷兰的郁金香热："许多人一夜暴富。人们争先恐后地蜂拥而至，冲向郁金香市场。"在此之前在 1637 年郁金香热期间还出版了一本名叫 *Samen-Spraeck tusschen Waermondt ende Gaergoedt nopende de opkomste ende ondergangh van flora* 的小册子。在这本小册子里，描写了越来越多的人受到他人成功的鼓舞而进入市场的情景。

[2] 取样要足够多，以使 97%的标准误差不超过±2%；本节中所有的标准误差百分比都不超过±5%。当然，由于其他原因使结果不可靠是有可能的，但这个原因肯定不会是取样的大小。例如，那些同意回答问卷的人可能会比其他人对股票市场更有信心。另一方面，那些回答问卷的人也更有可能属于比较积极的投资者，他们对股市的影响更大，因此，这些受调查者比真正随机抽取的较富裕的受调查者更能代表股票市场高涨背后的诱因。

[3] 我并未在调查问卷中提出相关问题，但现有数据显示在 2000 年市场处于顶峰时，绝大多数人没有想到市场会跌回来。

[4] Frederick Lewis Allen, *Only Yesterday* (New York: Harper and Brothers, 1931), p. 309.

[5] David Elias, *Dow 40 000: Strategies for Profiting from the Greatest Bull Market in History* (New York: McGraw-Hill, 1999), p. 8.

[6] Dwight R. Lee and Richard B. MacKenzie, "How to (Really) Get Rich in America," *USA Weekend*, August 13 - 15, 1999, p. 6.

[7] Samuel Crowther, "Everybody Ought to Be Rich: An Interview with John J. Raskob," *Ladies, Home Journal*, August 1929, pp. 9, 36.

[8] 当然，对绝大多数储蓄不多的人而言，任何增加储蓄的鼓励都是件好事情。

[9] Bodo Schäfer, *Der Weg zur finanziellen Freiheit: In sieben Jahren die erste Million* (Frankfurt: Campus Verlag, 1999); Bernd Niquet, *Keine Angst vorm nächsten Crash: Warum Aktien als Langfristanlage unschlagbar sind* (Frankfurt: Campus Verlag, 1999).

[10] 参见 David E. Bell, "Regret in Decision Making under Uncertainty," *Operations Research*, 30(5)(1982): 961 - 981; and Graham Loomes and Robert Sugden, "Regret Theory: An Alternative Theory of Rational Choice under Uncertainty," *The Economic Journal*, 92(1982): 805 - 824。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

[11] Nassim Taleb, *Fooled by Randomness: The Hidden Role of Chance in Life and in the Markets*, 2nd ed. (New York: Texere, 2004).

[12] 参见 Richard H. Thaler and Eric J. Johnson, "Gambling with the House Money and Trying to Break Even: The Effect of Prior Outcomes on Risky Choice," *Management Science*, 36(1990): 643－660。

[13] John Kenneth Galbraith, *The Great Crash: 1929*, 2nd ed. (Boston: Houghton Mifflin, 1961), p. 79.

[14] 数据摘自 National Association of Investors Corporation web site, http://www.better.investing.org/member/history.html。

[15] Brad M. Barber and Terrance Odean, "Online Investors: Do the Slow Die First?" *Review of Financial Studies*, 15(2) (2002): 455－89.

[16] 有关反馈环的心理理论在以下文章中有所阐述：Nicholas Barberis, Andrei Shleifer, and Robert Vishny, "A Model of Investor Sentiment," *Journal of Financial Economics*, 49 (1998): 307－343。

[17] 经济学家约翰·坎贝尔和约翰·科克伦（John Cochrane）提出了习惯形成理论，该理论也能解释股市放大的反应过程。在他们提出的模型中，人们慢慢地习惯从股市高涨中期望得到高层次消费。股市上涨后，人们就会尝试高水平的消费，但这时，他们对这种消费水平还未产生依赖的心态。于是，在股市中赚了钱的投资者可能愿意冒更多的风险，因为他们相信，如果投资损失要求放弃高水平消费，他们做得到。同时，在高价时持股的意愿也同样扩大了价格诱发因素的作用。参见 John Y. Campbell and John H. Cochrane, "By Force of Habit: A Consumption-Based Explanation of Aggregate Stock Market Behavior," *Journal of Political Economy*, 107(2) (1999): 205－251。

[18] 参见 Karl E. Case, John M. Quigley, and Robert J. Shiller, "Comparing Wealth Effects: The Stock Market vs. the Housing Market," National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 8606, November 2001。

[19] 参见 Robert J. Shiller, "Market Volatility and Investor Behavior," *American Economic Review*, 80(1990): 58－62; and Shiller, *Market Volatility*, pp. 376－377。

[20] 一些经济理论家认为，负的泡沫经济不会出现，因为价格的底线是零，因而投资者深信价格不可能永远下跌。他们得出结论，负泡沫经济甚至都不可能开始出现。但他们所说的不会出现泡沫是有前提的，即人人都理性处世并精打细算，而且也相信他人同样理智、精明。

[21] 许多文章在将混沌理论应用于经济分析时往往没有强调这里讨论的价格反馈模式，但它或多或少让我们了解到了金融市场复杂性的一些原因。参见 Michael Boldrin and Michael Woodford, "Equilibrium Models Displaying Endogenous Fluctuations and Chaos: A Survey," *Journal of Monetary Economics*, 25(2)(1990): 189－222, for a survey of this literature。也可参见 Benoit Mandelbrot, *Fractals and Scaling in Finance: Discontinuity, Concentration, Risk* (New York: Springer-Verlag, 1997); and Brian Arthur, John H. Holland, Blake LeBaron,

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Richard Palmer, and Paul Tayler, "Asset Pricing under Endogenous Expectations in an Artificial Stock Market," in W. B. Arthur, S. Durlauf, and D. Lane(eds), *The Economy as an Evolving Complex System* Ⅱ (Reading, Mass.: Addison-Wesley, 1997)。在另一篇相关文章中，作者构建了试验股市，人们在设计好的环境下交易，没有新闻，也没有其他耸人听闻的因素。在这种一切尽在掌握中的情况下，时常会出现外来的“泡沫”价格运动。参见 Vernon L. Smith, Gary L. Suchanek, and Arlington W. Williams, "Bubbles, Crashes and Endogenous Expectations in Experimental Spot Asset Markets," *Econometrica*, 56(1988): 1119-1151。

[22] Lauren R. Rublin, "Party on! America's Portfolio Managers Grow More Bullish on Stocks and Interest Rates," *Barron's*, May 3, 1999, pp. 31-38.

[23] 在 1989—1996 年，以及 1996—1999 年之间，我们没有对个人投资者进行调查。从 2001 年开始，我们通过月度调查数据计算的 6 个月的移动平均值来构造指数。

[24] 参见 Joseph Bulgatz, *Ponzi Schemes, Invaders from Mars, and Other Extraordinary Popular Delusions, and the Madness of Crowds* (New York: Harmony, 1992), p. 13。

[25] Mike Hinman, "World Plus Pleas: Guilty, Guilty," *Anchorage Daily News*, July 1, 1998, p. 1F; and Bill Richards, "Highflying Ponzi Scheme Angers and Awes Alaskans," *Wall Street Journal*, August 13, 1998, p. B1.

[26] John Templeman, "Pyramids Rock Albania," *Business Week*, February 10, 1997, p. 59.

[27] Kerin Hope, "Pyramid Finance Schemes," *Financial Times*, February 19, 1997, p. 3; and Jane Perlez, "Albania Calls an Emergency as Chaos Rises," *New York Times*, March 3, 1997, p. A1.

[28] Jane Perlez, "Albanians, Cash-Poor, Scheming to Get Rich," *New York Times*, October 27, 1996, p. A9.

[29] 之所以愿意相信，可能与第 7 章中谈到的人类有过分充满信心的倾向有关；也可参见 Steven Pressman, "On Financial Frauds and Their Causes: Investor Overconfidence," *American Journal of Economics and Sociology*, 57(1998): 405-421。

[30] Charles P. Kindleberger, *Manias, Panics and Crashes*, 2nd ed. (London: Macmillan, 1989), p. 90.

[31] Rakesh Khurana, *Searching for a Corporate Savior: The Irrational Quest for Charismatic CEOs* (Princeton, N. J.: Princeton University Press, 2002).

[32] “非蓬齐条件”已列为理论财经词汇，它指的不是反馈环，而是这一模式中的一个假想前提，即投资者不会一辈子欠债并越陷越深。

[33] 进一步的讨论，可参见 Case and Shiller, "Is There a Bubble in the Housing Market?"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二篇

文化因素



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 5 章 新闻媒体

投机性泡沫的历史几乎是与报纸的产生同时开始的。[1] 尽管今天我们已经很难找到早期的报纸，但是从现有的资料看，它们大都报道了第一个有重要意义的泡沫——17 世纪 30 年代荷兰的郁金香热（Dutch tulip mania）。[2] 虽然新闻媒体（报纸、杂志、广播以及近期出现在互联网上的各种新的媒体形式）总是以市场事件的旁观者身份出现，其实媒体本身也是这些事件不可或缺的一部分。当市场中的一部分人拥有了相似的想法，这种想法就可能推动一些重大的市场事件的发生，而新闻媒体则是传播这些想法的重要工具。 85

在本章中，我考察的是媒体对市场事件冲击的复杂性。我们将看到，新闻报道对市场产生的影响是复杂而不可预见的。经过仔细分析以后我们可以发现，新闻媒体无论是在为股市变化进行铺垫还是在煽动这种变化方面都发挥着重要作用。

◉ 媒体在股市变化中发挥的铺垫作用

新闻媒体一直在为了生存而相互竞争，以求吸引公众的注意力。要生存就要发现并报道有趣的新闻，于是新闻媒体将注意力放在具有口头传播潜力的新闻上（为了扩大读者、听众或观众群），并且在可能的情况下报道一个 86

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net
www.53188.com

正在发生的故事，从而使公众成为稳定的客户群体。

竞争是残酷的。为了使自己的报道富有创意，负责发布新闻的这些媒体形成了一套运行过程。新闻媒体总是会给新闻加上感情色彩，并在新闻中塑造知名人物，从而使新闻报道能迎合人们的兴趣。这些媒体还善于从他人的成败得失中学习和借鉴。总之，多年竞争的经验使媒体在吸引公众注意力方面十分老到。

金融市场很自然地吸引了新闻媒体，因为至少股市能够以每日价格变化的形式持续提供新闻。当然其他市场如房地产市场也是新闻的来源，但是通常房地产并不能产生每日的价格变动。就单从能够提供有趣新闻的频率来讲，没有什么能与股市相比。

股市也有明星效应。公众认为股市就是大赌场，是大户们的市场，是反映国家经济状况的晴雨表，媒体可以造就这些印象并从中获利。人们对金融新闻极其关注，因为它关系到人们财富的变化。股市每天都在变化，这使得金融媒体可以终年将股市的运行作为头条新闻，并以此吸引忠诚的客户。财金新闻在媒体中所占的篇幅是唯一可以与体育新闻相提并论的，今天两者的总和大约占了多数报纸内容的50%。

除此之外，住宅同样是公众心目中永远的迷恋。因为我们住在房子里，我们每天都在为供房子而工作，并且我们所住的房子也是个人社会地位的象征。报纸上经常用整版报道住宅或房地产的相关信息。在美国还有一个名叫“HGTV”的专业房地产电视频道。

而在英国，2001年开播的直播节目“财富阶梯”（Property Ladder）获得了巨大成功。这个节目讲述了“房虫们”购房、装修，然后迅速以一个期望的价格出售的冒险经历。现在美国也有了类似的栏目。

◉ 媒体讨论的形成

为了吸引读者，新闻媒体尽力将关于某些问题的讨论展现给公众，这些问题是公众普遍关注的，然而其中也包括那些专家们认为不值得讨论的话题。最后，媒体会下结论说，就这一问题，支持哪方面观点的专家都有，这同时也表明在公众最迷惑的问题上，专家也没能达成共识。

多年以来，媒体一直问我是否愿意发表意见支持一个极端的观点。当我
87 拒绝后，下一个要求必然是让我推荐另外一位愿意发表意见支持这一观点的专家。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在 1987 年股市暴跌的前五天，麦克尼尔/莱勒“新闻一小时”（MacNeil/Lehrer NewsHour）节目请到了莱维·巴特拉（Ravi Batra），他是《90 年代大萧条：为什么会发生，如何保护自己》（*The Great Depression of 1990：Why It's Got to Happen，How to Protect Yourself*）一书的作者。该书将“历史倾向于完全重复”这一理论作为基本前提。因此，他认为，1929 年的暴跌和后来的萧条都会再度发生。尽管巴特拉有着极高的学术声望，但是市场上多数著名专家并没有认真对待这本书。到危机爆发时，这本书已经在《纽约时报》畅销书排行榜上上榜了 15 周之久。在“新闻一小时”节目中，巴特拉自信地预测到 1989 年将会出现一次“蔓延至全世界”的股灾；他还断言在股灾之后“会出现一次萧条”。[3]由于巴特拉的观点是在一个十分受关注的节目中发布的，因此他的观点——尽管他预测股灾是在两年之后——可能在小范围内营造紧张气氛，这种紧张气氛又导致了 1987 年的股灾。尽管巴特拉在暴跌前出现在“新闻一小时”中被认为是一种巧合，但是应该记住的是，在全国性的新闻节目中进行股市暴跌的预测几乎是没有先例的，至少他的出现与股市暴跌如此之近是有暗示意义的。

是否应该谴责媒体对无关紧要的话题进行讨论呢？有人认为，媒体应该将注意力放在普通观众都感兴趣的话题上，以便使观众能完善自己的观点。然而，如果这样做的话，媒体似乎就是在发布和反复强调一些没有事实根据的观点。如果发布新闻的人完全按照他们所知道的给出自己的观点，那么公众可能会真正做到开阔眼界。然而，媒体显然不是这样看待自己的使命的，而且竞争压力使得它们无法去重新考虑这些问题。

◉ 对市场前景的报道

如今能够回答有关市场问题的媒体报道并不少，但缺少的是与这些问题相关的事实及对这些事实进行深思熟虑的解释。事实上，为了能与市场上的数字同步，媒体必须要拿出一些东西，因此许多新闻报道都是按期限写出来的。最典型的报道便是在看到显著的牛市后就将焦点集中在短期统计数字的分析上，通常也只是分析近几个月内哪组股票比其他组股票上涨更快。尽管可以将这些股票描述成领涨股，但是也没有理由认为是它们的业绩引起了牛市。这些新闻报道可能会谈论经济增长背后的一些“平常”因素，如互联网的繁荣，而且是以热烈的字眼来谈论，同时还有对我们强大经济动力的充满爱国热情的祝贺。然后，这些文章通过引用一些精挑细选的“名人”的话来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收尾，这些名人会对未来进行展望。有时文章完全缺乏对牛市原因的真正思
88 考，也缺乏对前景进行分析所必需的背景资料，他们的笔法通常只有在写那些愤世嫉俗的文章时才会采用。

这些文章中的名人观点是什么样的呢？他们通常会给出对近期道琼斯工业平均指数的定量预测，讲一些故事或笑话，发表个人意见，例如，高盛公司（Goldman Sach & Co.）的阿比·约瑟夫·科恩（Abby Joseph Cohen）新创造了一些易于被引用的短语——如她提出的“FUDD”（fear，uncertainty，doubt，and despair）（担心、不确定、怀疑、失望）的警告和“弹性橡皮泥经济”（silly putty economy），这些短语很快得到了广泛的传播。不仅如此，媒体引用她的观点，但对她的分析却没有给予密切的关注。事实上，尽管在形成观点之前，她无疑可以利用一个杰出的研究部门进行广泛的数据分析，但是媒体最终只是将她的观点一报道了之。当然她不应该为此受到谴责，肤浅的观点比深刻的分析更受欢迎，这就是有声媒体的本质。

◉ 过量的纪录

媒体上的“最”字似乎十分兴旺，读者们经常对此感到迷惑，不知道他们所看到的股市价格的上涨是否真的那么非同寻常。媒体通常强调能表明创造新纪录（或至少在接近创纪录）的数据，如果记者们从不同的角度看这些数据，他们就会发现几乎在任何一天里都能找到创纪录的事情。在报道股市时，许多作者提到“空前的价格变化”——这些变化是以道琼斯点数而不是以百分比来衡量的，以至更容易形成纪录。尽管近年来媒体不再迷信于以道琼斯点数来报道的做法，但这种做法仍然被许多作家采用。

这种新纪录过量（不断创造新纪录的现象）只是加大了人们对经济的困惑。结果，当确有真实和重要的新闻时，人们也难以认识到。不同指标的泛滥，也不利于对各种定量数据进行单独分析，所以，人们只好选择去看名人解释过的那些数据。

◉ 重大新闻日真的伴随着重大的股价变化吗？

似乎许多人都相信，对特定新闻事件及严肃内容的报道影响了金融市场，但是研究结果对这种观点的支持程度远比人们想象的要低得多。

89 1971 年当维克托·尼德霍夫（Victor Niederhoffer）还是伯克利大学的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一名助教时（在他成为对冲基金管理人之前），他发表了一篇文章，试图说明世界大事日是否与股市价格的重大变化日相一致。他将 1950—1966 年《纽约时报》上所有大号字标题（大号字被认为是相对重要的标志）编制成表，一共有 432 条标题。世界大事日与股市价格的重大变动相一致吗？尼德霍夫从比较结果中发现了如下事实：这一时期的标准普尔综合指数表明，每日价格发生重大上涨（涨幅超过 0.78%）的天数只占所有交易日的 10%，每日价格发生重大下滑（下滑幅度超过 0.71%）的天数占所有交易日的 10%。在 432 个世界大事日中，发生了 78 次（占 18%）重大价格上涨，56 次（占 13%）重大价格下滑。因此，这些发生大事件的日子与重大价格变动只有轻微的联系。[4]

通过阅读这些标题下的报道，尼德霍夫声明，所报道的许多世界大事似乎不可能对股市所反映的基本价值产生太多影响。也许媒体所认为的重大国内新闻对股市并非真的重要。他推测说，反映危机的新闻事件更有可能对股市产生影响。

尼德霍夫将危机定义为 7 天内出现 5 个或 5 个以上大标题的时间，尼德霍夫在样本区间发现了 11 次危机。它们是：1950 年朝鲜战争开始；1951 年汉城被占领；1952 年召开民主国民会议；1956 年苏联军队威胁匈牙利和波兰；1956 年发生苏伊士危机；1958 年查尔斯·戴高乐担任法国总理，美国海军陆战队进入黎巴嫩；1959 年苏联领导人赫鲁晓夫出现在联合国；1960 年古巴出现紧张局势；1962 年对古巴实施军事封锁；1963 年约翰·肯尼迪总统遇刺。在这些危机中，每日价格变化中有 42%是“重大”变化，而在“正常”时期这个数字是 20%。因此，危机时期可能伴随着重大的股市价格变化，但并不显著。

要注意到，在尼德霍夫样本的整个 16 年中，只有 11 周是“危机”。股市的整体价格变化几乎没能显示出与标题有意义的联系。

◉ 尾随新闻

某些在重大价格变动日发生的新闻报道被认为是导致股市价格变动的原因，然而有人怀疑，这些新闻报道不可能合理解释价格的变动，或者至少不是完全由其造成的。1989 年 10 月 13 日（星期五），就发生了一次股市暴跌，媒体认为，这次暴跌是对新闻报道的反应。UAL 公司是联合航空的母公司，它的一个杠杆收购交易失败了。在这一消息公布几分钟之后，发生了股市暴 90

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

跌，这次暴跌导致当日道琼斯指数下降了6.91%，因此最初认为这个消息极有可能是这次暴跌的原因。

这种解释的第一个问题是，UAL公司只是一个公司，只占股市整个价值的1%。为什么UAL公司收购失败会对整个市场有这样的冲击呢？当时的一种解释是，股市将交易失败看做分水岭，预示着其他许多即将进行的类似收购行动也会失败，但是没有具体的论述能证明这一观点，而且，在市场随新闻报道变动这一事实发生后，将UAL公司交易失败看做分水岭有一点自圆其说的味道。

为了尽力找出1989年10月13日暴跌的原因，调查研究员威廉·范特斯（William Feltus）和我在暴跌发生后的星期一和星期二对101位市场专业人士进行了电话调查。我们问："在星期五下午听说股市下跌之前，你听说过有关UAL公司的新闻吗？或者你后来听说过将UAL公司的新闻作为这次股市暴跌的原因了吗？"只有36%的人说在股市暴跌发生前听说过有关UAL公司的新闻；53%的人在事后听说UAL公司的新闻是这次股市暴跌的原因；其他人还不确定是什么时候听说的。因此，似乎是新闻紧随暴跌，而不是直接导致暴跌，新闻报道的作用显然不如媒体描述的那么显著。

我们也请市场专业人士来解释新闻报道，我们问道：

下面两个表述中哪一个更能代表你上星期五所持的观点：

1. 星期五下午的UAL公司新闻将减少未来收购的交易，因此UAL公司新闻是股市价格突然下跌的合理原因。

2. 星期五下午的UAL公司新闻应该看做焦点或注意力的集中地，它使投资者表示出了对市场的怀疑。

在这些受访者中，30%的人选择了1，50%的人选择了2，其他人不确定。大多数人都将新闻看做对投资者行为的解释。[5]因此，说新闻事件对这次市场暴跌十分重要是正确的，因为新闻报道导致了从股价下跌到进一步下跌的反馈，使反馈效果比其他情况下持续的时间更长，然而它不可能是最初股价下跌的原因。

◉ 重大价格变化日无新闻

我们也可以看一下发生不同寻常的重大价格变化时，是否有非常重大的

91 新闻。紧随尼德霍夫的工作，1989年戴维·卡特勒（David Cutler）、詹姆斯·波特巴（James Poterba）和劳伦斯·萨默斯（Lawrence Summers）编辑

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了以标准普尔综合指数衡量的、第二次世界大战后美国发生的 50 次重大股市变动清单，而且给每次变动都注上了新闻媒体所作的解释。多数所谓的解释与不寻常的新闻没有关系，有些都不可能被认定为严肃新闻。例如，给出的重大价格变动原因竟然包括下列一些无关痛痒的表述："艾森豪威尔敦促对经济的信心"，"对杜鲁门战胜杜威一事作出进一步反应"和"前些时候跌落后重新买进"。[6]

有些人会认为，如果股票市场的运行是完美无缺的，我们就不应该期望在重大价格变化日看到显著的新闻。这种观点认为，只要消息一公开，在这个所谓的有效的金融市场（efficient market）上就会发生价格变化，而不必等到这些消息在媒体上正式报道。（这是我在第 10 章将讨论的一个主题。）根据这种推理模式，我们对在重大价格变化日的报纸上没有发现新的信息一点都不吃惊：对于普通读者来说，无关紧要的早期信息早已被敏锐的投资者看成决定股价的重要因素。

也有人对此提出了一种新的解释，即便单个因素本身不具备特殊的新闻价值，但是各种因素汇集在一起可能会引起重大的市场变化。例如，假定部分投资者在非正规地使用一种特殊的统计模型来预测基本价值，且这一统计模型使用了大量的经济指标。如果在某一天所有或大多数特定指标变化的方向都一样，即便单个指标不具备任何重要性，整体效果也会很显著。

对新闻与市场变化间的微妙关系所进行的两种解释都假定公众是在不断地关注新闻，即对市场基本面的蛛丝马迹都很敏感，不断认真地将各种不同的证据累加起来。但是这绝不是公众真实的做法，他们的注意力是更为随意的。相反，通常情况下新闻起到连锁事件引发者的作用，最终会从根本上改变公众对市场的看法。

◉ 新闻是注意力连锁反应的诱因

新闻事件在影响市场方面所发挥的作用似乎被延迟了，它具备引起一连串公众注意力的作用。这些注意力可能放在早已广为人知的图片、报道或事 92
实上。有些事实在最初阶段可能会被忽视或被认为是不重要的，但在新闻公布之后，可能会有一些新的重要意义。由于注意的焦点由一个引到另一个，再到下一个，这一连串的注意力被称为连锁反应。

1995 年 1 月 17 日（星期二）凌晨 5 点 46 分，日本神户发生了里氏 7.2 级地震。这是自 1923 年以来，在日本城市中发生的最严重的一次地震。世

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

界股市对这一事件的反应为我们提供了一个有趣的研究案例。因为毫无疑问，在这个案例中，诱发因素纯粹是外来的，不是由人类活动和经济条件造成的——不是对微观经济变化的反应，也不是大量传统经济指数发生异常变动而造成的结果。在卡特勒、波特巴和萨默斯编辑的美国 50 次重大股市变动清单中（我们在前面提到过他们的这项工作），还没有一次完全是因为外来因素造成的。[7]

地震造成6 425人丧生，根据关西工业革新中心（the Center for Industrial Renovation of Kansai）的估计，地震所造成的全部损失大约是1 000亿美元。金融市场对其反应很强烈，但慢了点。东京股市在当天只是轻微下跌，与建筑相关企业的股票价格普遍上涨，反映了对建筑产品与服务需求的预期增长。当时分析家报道说，地震对企业市值的影响还很模糊，因为震后重建浪潮可能会刺激日本经济的发展。

直到一个星期后，对地震的最大反应才出现。1 月 23 日，除了逐渐披露地震损失的大量新闻报道外，没有明显的新闻，但日经指数下跌了 5.6%。在震后的 10 天内，日经损失了 8%的价值。如果将价值损失看成是地震损失所产生的直接结果，那么这种损失未免太过头了。

地震后的 10 天内，投资者在想些什么呢？当然不能用僵化的思路去想。我们只知道在这段时间内，神户地震支配着新闻，也为日本树立了新的形象，也可能给日本经济打上了新的烙印。此外，此次地震激发了有关以东京为中心的地震可能性的讨论。尽管地理证据已表明东京有可能面临一次大的地震，这一事实已广为人知，但人们还是将大量的注意力放在这一潜在问题上。东海研究咨询公司（Tokai Research and Consulting Inc.）计算出程度与1923 年大地震相同的一次地震会给今天的东京造成12 500亿美元的损失。[8]

比神户地震对日本国内市场造成的直接影响更令人迷惑的是它对国外股
93 市的影响。在日经指数下滑 2.2%的当天，伦敦 FTSE100 指数下跌 1.4%，巴黎 CAC－40 指数下跌 2.2%，德国 DAX 指数下跌 1.4%，巴西和阿根廷股市都下跌了 3%，而这些国家都没有遭受这样的地震损失。

关于神户地震对世界股市影响的最好解释是，有关地震及其伴随的股市下跌的新闻报道吸引了投资者的注意力，投资者更多地关注那些不利于股市的悲观因素，并引起了连锁反应。

另一例市场对新闻的反应表明了如下事实：通过注意力的连锁反应，媒体可能使投资者最终严肃地看待那些平时认为无聊或不相干的新闻。约瑟夫·格朗维尔（Joseph Granville）是一位非常爱炫耀的市场预测家，有关他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的一系列新闻报道似乎引起了两次大的市场变动。这些媒体报道中唯一真实的内容是，格朗维尔告诉他的客户要买进或卖出股票。

格朗维尔的行为很容易吸引公众的注意力。他的投资研讨会通常是异想天开的表演，有时会让一只受过训练的大猩猩在钢琴上演奏格朗维尔的主题歌《背黑锅的忧郁》(The Bagholder's Blues)。他曾经像摩西 (Moses) 一样穿着，出现在投资研讨会上，头戴冠冕，拿着蜡板。格朗维尔自夸拥有非凡的预测能力。他说他能预测地震，有一次还说曾预测过世界上七次重大地震中的六次。《时代》杂志曾引用过他的话："我想在有生之年我不会在股市犯任何严重的错误。"他还预测自己能获得诺贝尔经济学奖。[9]

格朗维尔精彩表演的第一幕发生在 1980 年 4 月 22 日（星期二）。当他建议将短期持股改为长期持股的消息公布之后，道琼斯指数上升了 30.72 点，即 4.05%。这是继 1978 年 11 月 1 日（即一年半以前）以来道琼斯指数最大的一次增长。第二幕发生在 1981 年 1 月 6 日，格朗维尔的投资公司建议将长期投资改为短期投资之后，道琼斯指数经历了 1979 年 10 月 9 日（一年以前）以来最大的一次下跌。在这两种情形中都没有其他的新闻可能解释市场变化。在第二次时，《华尔街日报》（*the Wall Street Journal*）和《巴伦斯》(*Barron's*) 都断然将这次下跌归因于格朗维尔的推荐。

我们能够确信是媒体关于格朗维尔及其所谓的先知先觉能力的报道引起了这些变化吗？许多人都想知道是否格朗维尔效应不只是新闻媒体夸张的一个偶然因素。我们能确定的是，关于格朗维尔预测的一系列新闻报道及新闻的巨大口头传述能力都对国民的注意力产生了累积效应，公众对他的预言及预言发布时股市下滑的反应基本上都是这种连锁反应造成的。[10]

◉ 1929 年崩盘时的新闻

自从 1929 年发生股市崩盘以来，大家就一直讨论新闻媒体在这次崩盘中所起的作用。事实上，历史学家和经济学家所面临的困惑是，在那次崩盘之前根本没有重大新闻。但是从那时起，人们就开始问，这种创纪录的股市崩盘怎么能在没有新闻的情况下发生呢？大家把焦点集中在抛售者的心态上，是什么促使那么多人同时抛售股票呢？ 94

在 1987 年 10 月 19 日股灾发生前，1929 年 10 月 28 日（星期一）的股市崩盘是道琼斯指数最大的一次单日下跌（用前一个交易日收盘价格与当日收盘价格的差价来衡量）。1929 年 10 月 28 日，道琼斯指数下跌 12.8%（当日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最低点与最高点相比下跌了 13.1%）。历史上（直到 1989 年）的第二大下跌发生在第二天，道琼斯指数下跌 11.7%（当日最低点与最高点相比下跌了 15.9%）。这两天的收盘价格总体下降了 23.1%，究竟出现了什么样的新闻能够合理解释这么大规模的股市下跌呢？

阅读一下周末到 10 月 29 日星期二上午的主要报纸，人们很容易得出如下结论：没有发生任何对市场基本面有重要意义的事情，事实上这也是报纸自身得出的结论。10 月 29 日上午，全国的报纸都转载了美联社的一篇报道，部分内容如下："在整个周末都没有任何不利新闻发布的情况下，面对来自胡佛总统和主要实业界以及银行决策人员对商业的乐观评论，华尔街对今日下跌作了如下的唯一解释：在周末仔细清算账目时发现了大量的疲软现汇，而这些疲软现汇在上个星期的繁忙时期被忽视了。"《纽约时报》将这次崩盘仅仅归因于"普遍失去信心"。《华尔街日报》报道说："总体来讲还没有经营瓦解的迹象"，"下跌是由于对坏账进行了必要清理"。[11]

在这些天的新闻中还有什么内容呢？星期一上午有新闻报道说，州际商会将会继续推进其依法收回超额铁路收入的计划。有一篇有利于美国钢铁公司的报道。有消息说，康涅狄格州制造者协会成功地引进了一条有利于康涅狄格州的关税条款。墨索里尼在演讲中说："法西斯主义下的人民和团体能够面对任何危机，即便是突然性危机"。参与竞选法国总理的爱德华·达拉第（Edouard Daladier）宣布了其未来内阁中的外交部长。一架载有七名机组人员的英国飞机在海上失踪。格拉夫·第佩林（Graf Zeppelin）计划探险北极。理查德·伯德（Richard Byrd）小分队在向南极推进。

95 在黑色星期一过后，星期二即崩盘后的第二天早晨，据报道，知名金融家断言，强大的银行资金为了寻找好的交易机会当天就会进入股票市场。如果这是新闻的话，人们会认为是一则好消息。星期二早晨的其他新闻如下：两名参议员要求胡佛总统表明他在农产品和工业产品税收问题上的立场；参议员海勒姆·宾厄姆（Hiram Bingham）抱怨院外游说人员对他不公平；一位匈牙利伯爵及其夫人获得进入美国的权利；一架载有五名人员的飞机失踪。

这些报道听起来都很普通。如果真有什么原因能解释股市下跌的话，那么一定发生了什么大家都知道的事。有人会想，这种事情一定会以某种形式写进新闻，也许需要更仔细地读报。

一位作家朱迪·万尼斯基（Jude Wanniski）声明，在 1929 年 10 月 28 日星期一上午的《纽约时报》中有一篇报道可能合理地解释这次下跌。这篇头条报道是有关可能通过一部仍在审议中的《斯穆特-哈雷关税法案》

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(Smoot－Hawley Tariff) 的乐观报道。第二天这篇文章被美联社和合众社转载。10 月 29 日，这篇文章在全国报纸中都成为头条新闻。[12]

可以想象，《斯穆特-哈雷关税法案》的执行可能会损害企业的预期利润。有人可能会想，这项法案从总体上来讲应该有利于企业，尤其是那些积极寻求执行这项关税的企业。但是研究 1929 年崩盘的历史学家则认为，考虑到来自一些国家的报复，关税法可能会产生反面作用。事实上，艾伦·梅尔策 (Allan Meltzer) 认为，关税法可能是“1929 年的衰退没有走以前货币紧缩的道路，而是直接变成大萧条”的原因。[13]然而，包括鲁迪格·多恩布什 (Rudiger Dornbusch) 和斯坦利·费希尔 (Stanley Fischer) 在内的其他经济学家指出，1929 年出口只占国民生产总值的 7%，在 1929—1931 年间，国民生产总值只下降了 1.5%，这很难成为大萧条的原因。此外，还不清楚《斯穆特-哈雷关税法案》是否与出口下降有关。萧条本身可能是这次下降的部分原因。多恩布什和费希尔指出，1922 年的《福德尼·麦坎伯关税法案》(Fordney McCumber Tariff) 和《斯穆特-哈雷关税法案》同样提高了关税税率，但都没有引起这样的衰退。[14]

即使我们将《斯穆特-哈雷关税法案》通过的可能性看做股价大规模下降的原因，一定会有人考虑到这样一个问题，在周末是否有新闻报道在很大程度上改变了人们对关税法通过可能性的估计?《纽约时报》上报道的内容 96 是什么呢? 10 月 26 日 (星期六)，参议员戴维·里德 (David Reed) 宣布《斯穆特-哈雷关税法案》在审议中没有通过，参议员里德·斯穆特 (Reed Smoot) 和威廉·博拉 (William Borah) 对此予以否认。《时代》杂志引用了参议员斯穆特的话：“如果这是参议员里德个人的观点，我认为他有权发表，但是这不是财政委员会的观点。”参议员博拉说：“我的观点是这部关税法不会流产。”第二天，也就是 10 月 29 日，《时代》杂志报道说参议员里德重申了法案将会流产的观点，杂志还继续引用了争论双方的其他观点。尽管最初《时代》上的报道对这一法案似乎很乐观，但是合众社 10 月 29 日对这一事件的报道并不乐观。《亚特兰大宪法报》(*Atlanta Constitution*) 在 10 月 29 日报道这一新闻时，采用的标题是《参议院放弃通过新关税法案的希望》。

尽管如此，也很难将参议员间的交锋 (典型的政治斗争) 上升为重要新闻。有关关税法案的其他一些新闻报道也纷纷出炉。一个星期以前即 10 月 21 日，《时代》杂志引用了参议院共和党领导人詹姆斯·沃斯顿 (James Waston) 的话，他说参议院将在下个月内通过该法案。10 月 13 日报道说，参议员斯穆特对胡佛总统说有可能在 11 月 20 日通过此法案。自从胡佛当选

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以来，有关此关税法的乐观和悲观新闻交替出现。

在 1929 年 10 月 28 日（星期一）的报纸报道中，比有关基本面消息重要得多的是下面一则新闻报道：当股票交易所经历股价第二次下跌时，公众认为几天前的事件非常重要，那就是 1929 年 10 月 24 日所谓的黑色星期四，一天内道琼斯指数下跌了 12.9%，但是在交易结束前又大幅反弹，所以平均收盘价只比前一次收盘价低 2.1%。这件事已不是新闻，但它所产生的记忆在很大部分上类似于星期一的情况。《纽约时报》在星期一上午刊登了以下内容："平常华尔街像乡村墓地一样凄凉与安静，经历了历史上最紧张的一周后，华尔街变得很忙碌，银行家和经纪人正尽力使交易所一切就绪……当今天早晨 10 点钟恢复交易的钟声敲响时，大多数交易所都将埋头工作，准备应对即将发生的事情。"星期日华尔街上的情景被描述如下："观光者从一条街道走到另一条街道，好奇地盯着街对面的股票交易所和摩根银行大楼，也就是上周发生剧烈金融动荡的中心。到处都有观光者从街道上捡起股票行情指示器的纸票单据，就像参观者在战场上捡起用过的子弹留作纪念一样。观光车也在这个区内进行特殊的旅行。"[15]

事实上，就在崩盘的那个星期一早晨，《华尔街日报》觉得很适合发布
97 下面一篇头版评论："每位负责人都说商业状况良好"。[16]《华尔街日报》的编辑人员肯定是有理由怀疑是否需要通过安慰来稳定市场。他们大概听到了大众谈话的片言只语，或者是考虑到了星期四的崩溃，至少猜到周末后人们会作何反应。

因此，也许 1929 年 10 月 28 日（星期一）所发生的就是对前一周事件的一个回音（虽然是扩大了的回音），那么媒体对此有何评论呢？报纸似乎再一次认为没有什么重要新闻。1929 年 10 月 27 日星期日《芝加哥论坛报》（*Chicago Tribune*）写道："这是一个极度膨胀了的投机性泡沫的崩溃，与国家的总体情况没有或几乎没有关系。一个头重脚轻的建筑物已经被自身的重量瓦解了——再也不会发生地震了。"《纽约时报》说："市场垮台是由技术原因而不是由基础原因引起的。"由格兰特信托公司出版的《格兰特调查》（*Guaranty Survey*）作了如下评论："如果认为上个星期的抛售浪潮是正常的，那么将犯一个根本性的错误。"[17]

让我们回过头来看一下 1929 年 10 月 24 日黑色星期四上午的新闻。新闻看起来不那么重要。胡佛总统宣布开发内地水上交通的计划。据报道，大西洋炼油公司的年收益达到有史以来的最高值。一家糖业公司的总裁要求参议院的一个委员会对院外游说进行调查，自从去年 12 月开展降低糖税的运动

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



以来，这些院外游说人员已经挥霍了75 000美元。谈判人员报告说，建立国际清算银行（Bank for International Settlements）的努力宣告失败。卡内基基金（Carnegie Fund）报告不赞成给予大学生运动员补贴。美洲杯委员会宣布了下一次帆船比赛的规则。一位尝试单人飞越大西洋的业余飞行员失踪。胡佛总统乘着一条船沿着风景如画的俄亥俄河作了一次旅行。

没有任何事情能够表明股市前景的变化。但是让我们看一下另外一天，在黑色星期四之前的星期三却有新闻，在星期三股市经历了重大的下跌（星期三收盘时道琼斯指数比星期二低 6.3%），同时全部交易量达到历史第二高点。我们应该在 1929 年 10 月 23 日的新闻中寻找原因吗？那一天也没有任何重要的全国性新闻，但是却提到了过去的股市变动。报纸上重要而详细的新闻报道都是有关股市以往变动的。其中最重要的内容便是对以往价格变动原因的解释，而且通常是从投资心理学角度解释的。

没有理由认为，1929 年的股市崩盘事件是对真实新闻报道的反应。相反，我们看到的是借助反馈效果来运行的负泡沫，以及由一系列公众注意力组成的注意力连锁反应。从根本上讲，这一连串事件与其他市场崩溃时所发生的事件没什么不同，包括著名的 1987 年崩盘。 98

◉ 1987 年崩盘时的新闻

1987 年 10 月 19 日发生的股市崩盘创下了一天内下跌的新纪录，几乎是 1929 年 10 月 28 日或 1929 年 10 月 29 日下跌的两倍（这一天是单日价格下跌的新纪录）。我认为这是一个千载难逢的好机会，可以直接询问投资者什么是当天的重要新闻。而不必像研究 1929 年崩盘那样，用媒体的解释来得出什么是投资者心目中的重要新闻了。据我所知，当时还没有其他人和我做相同的事。在崩盘发生的那个星期，我将调查问卷的一份样本发送给机构投资者，另一份发送给个人投资者，这也是唯一的一个调查投资者在崩盘发生当天想些什么的公开调查问卷。[18]

在这次调查中，我将崩盘前几天报纸上所发表的与市场变化的观点相关的所有新闻报道都列举了出来，最后一份报道是在崩盘当天上午出现在报纸上的一则新闻。我问投资者：

请告诉我下面的各条新闻对于你在 1987 年 10 月 19 日当天对股市前景评估中的重要程度。请用 1～7 的数字标明，1 代表完全不重要，4 代表重要程度为中等，7 代表非常重要。你告诉我的应该是你自己的想法，而不是其他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人的看法。

我列了10则新闻报道，第11项上是“其他”，同时留有空白，受访者可以在此处写明他们自己的选择。

机构投资者和个人投资者的结果非常相似，在10月19日那天卖出或买进的人之间的结果也非常相似。受访者认为每件事都相关。他们认为大多数新闻报道的重要程度至少是4，即重要程度为中等，平均分在3以下的唯一一则新闻报道是投资大师罗伯特·普雷切尔（Robert Prechter）在10月14日给出的抛售信号，该报道的得分大约是2分。就连10月19日报道的美国袭击伊朗的石油基地，发生了一起小冲突这类新闻的得分都是3分。受访者对“其他”类节目中的新闻报道不是很热心。他们填写的最普遍的答案就是
99 对负债过多的担忧，包括联邦赤字、国债和税收。有1/3的个人投资者和1/5的机构投资者都填写了这样的回答。

但最明显的结果就是，在我所列的新闻报道中分值最高的是有关以往价格下跌的报道。根据受访者的回答，最重要的新闻报道是10月19日上午道琼斯指数下跌200点，这则新闻报道在10月19日个人出售者中的平均得分是6.54，在机构出售者中的平均得分是6.05。上周创下股市下跌纪录（就点数来讲）的新闻被认为是第二重要的报道。

有一个问题是让受访者回忆一下他们对崩盘当日价格下滑的解释，问题如下：“你记得有什么特定的理论能解释1987年10月14—19日的价格下跌吗?”问卷特意留下了空间让受访者写下自己的看法，我将这些答案分了类。从当前市场角度看，答案有些奇怪，在这一开放性问题的答案中，最普遍的内容是关于在崩盘之前市场价格就已过高的论述。个人投资者中有33.9%的人提到价格过高，机构投资者中有32.6%提到价格过高。尽管这种回答不到所有答案的一半，但是有这么多人提到价格过高也很值得注意。［在调查问卷的其他部分，我直接问他们是否觉得在崩盘之前市场就已价格过高，71.7%的个人投资者（他们中有91.6%的人在10月19日出售股票）和84.3%的机构投资者（他们中有88.5%在10月19日出售股票）回答说是。］[19]这个问题的答案还有另外一个主题，就是通过机构出售、计划交易、止损或计算机交易等词语表现出的机构止损；22.8%的个人投资者和33.1%的机构投资者都提到了这一主题。此外，答案中也提到了投资者缺乏理性的主题，主要是提到了投资者过于疯狂，或者下跌是由于恐慌或观点的随意变动；25.4%的个人投资者和24.4%的机构投资者提到了这一主题。这些主题并没有提到除了崩盘之外的其他新闻事件。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

紧接着这个问题，我在问卷上提问："下面哪一个能更好地描述你关于股市的理论：投资者心理理论或是有关经济基本面的理论（例如利润和利率影响股市价格）。"多数人（67.5%的机构投资者和64%的个人投资者）选择了投资者心理理论。

似乎股市崩盘与投资公众普遍存在的心理反馈环有极大的关系，价格下跌导致抛售，因此造成价格的进一步下跌，如我们在第4章讨论过的，这是一个沿着负泡沫走下去的过程。很显然，崩盘与其本身以外的新闻报道没有什么特别的关系，但是与投资者抛售的原因和投资者心理理论有关。 100

里根总统对这次崩盘作出了反应，建立了一个由前财政部长尼古拉斯·布兰迪（Nicholas Brady）领导的研究委员会。他要求布兰迪委员会（Brady Commission）说明引起崩盘的原因和能采取的措施。投资专业人士普遍不愿意公开说明这种事情的原因，关于崩盘的许多报道都使得注意力远离崩盘的真正原因。但是布兰迪委员会却是在美国总统的授权下来处理这件事的。结果，在他们的报告中我们能看到他们在努力搜集相关事实，并解释1987年崩盘。他在总结中对崩盘作了如下解释：

> 10月中旬股市的急剧下降是由特定事件"引发"的。无法想象的高贸易赤字将利率推向了新的高度，国会议员提议的税收立法导致了大量试图收购（其他企业）的企业股票暴跌。最初的下跌促使采取组合保险（portfolio insurance）战略的大量机构和对赎回作出反应的少量共同基金机械地、不顾价格地抛售。由于预料到市场将会进一步下跌，上述投资者的抛售及进一步抛售的可能性使大量从事交易的机构也开始抛售。除对冲基金外，其中还包括少量的养老基金、捐赠基金、投资管理公司和投资银行。这种抛售又导致了股票保险人和共同基金的进一步抛售。[20]

布兰迪委员会得出的结论在某些方面与我自己对崩盘进行的调查研究中得出的结论很相似。他们所说的"不顾价格地抛售"意味着价格一下跌就抛售，并且不管交易结束前价格有多低都会抛售——在任何价格时都会抛售。委员会认为，很明显，崩盘是由我所说的反馈环引起的，最初的价格下跌使很多投资者退出市场，引起价格的进一步下跌。实际上，布兰迪委员会的意思是，1987年的崩盘是一个负泡沫。

与我的研究相比，布兰迪委员会对崩盘研究方法的优势是大量接触了大投资机构。他们的研究补充了我的结论，即反馈环在崩盘中起了作用。但是，他们的研究结论对新闻报道内容给予了重视，这一点与我的研究结论存在较大差异。此外，他们的研究表明，抛售在很大程度上是机械的或者说下

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

意识的反应。

根据我的研究结果，布兰迪委员会所提到的有关商品贸易赤字和利率过
101 高的新闻报道根本不能认为是投资者考虑的中心环节。在我的调查中，我把这些也列在了新闻报道中，受访者的反应很温和（大多数是 4 分）。此外，如果看一下贸易赤字和利率的长期变化图，就会很明显地看到，在当时这两者没有明显的断裂，实际上，贸易赤字和利率都没有对股市产生什么重大影响。

布兰迪委员会提到的提议税收立法根本就没有引起我的注意，也没有将其作为重要新闻报道纳入列表中。这则新闻是暴跌崩盘发生的前五天即 10 月 14 日公布的，它根本不是崩盘发生时公众谈论的重要主题。国会议员丹・罗斯滕科斯基（Dan Rostenkowski）的参议院税收委员会正在考虑税收改革，这项改革可能会使企业的收购者失去信心。由于改变资本利得税条款可能对一个有效率的股票市场总体价格有着根本性的重要意义，所以许多对崩盘进行解释的专家都提到了这一点。

当得知这则新闻报道的潜在重要性后，我又翻了一下所收回的调查问卷，看看有多少个受访者在“其他”选项的答案中提到了这一点。我发现，在 605 名个人投资者中根本没人提到，在 284 名机构投资者中只有 3 个人提到。很显然，这则新闻报道根本不值得作为崩盘的主要原因。[21]

布兰迪委员会很强调一种称为“组合保险”的机构投资者投资工具。组合保险是加州大学伯克利分校的海恩・莱兰（Hayne Leland）和马克・鲁宾斯坦（Mark Rubinstein）发明的用于限制损失的一种战略，在 20 世纪 80 年代中期，他们两人将这种战略成功地推广给许多机构投资者。“组合保险”实际上是名称的误用，这种战略只是一种出售股票的计划，涉及大量的数学模型。但事实上，它只是在股票开始下跌时通过出售股票来退出股市的一个标准化的计算过程。莱兰本人在他 1980 年有关组合保险的经典文章中承认说：“对于一些类型的投资者来说，一些简单的规则就接近于最佳动态交易战略，如‘跟着赢家走，降低损失’，和‘高抛低吸’。”[22]因此使用组合保险只是在做一件自然而然的事情，而且只多了一点点数学精确性和仔细的规划。但是“组合保险”这个奇妙的新名词表明了这种战略是谨慎而合理的，由于其高技术形象，这种战略的出现很可能使投资者对过去的价格变化作出更积极的反应。

许多机构投资者把采用组合保险作为一种时尚——一种很复杂但却无意义的时尚。由于它有一个与众不同的名称（组合保险一词在 1980 年以前还
102 没有被真正地使用），我们可以通过媒体使用该词的频率来追踪投资时尚的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

历程。我对一个商业期刊数据库 ABI/INFORM 进行了一次计算，发现在 1980—1983 年中，每年引用组合保险一词的不超过 1 次，1984 年是 4 次，1985 年是 6 次，1986 年是 41 次，1987 年是 75 次。对组合保险一词的引用在稳步增长，这是简单的区域性口头传述模式的特征，这一点我们将在第 9 章进行讨论。[23]

因此，就在 1987 年崩盘以前，组合保险的发展改变了一些投资者对过去价格变化的反应方式。反馈环也可能有其他一些变化，但是由于它们不像组合保险那样经过详细的规划，所以无法直接观察到。事实上，崩盘时公布的各种新闻报道并不是崩盘的真正原因，关键在于反馈环性质的变化。

反馈可能受多种因素的影响，新闻媒体当然会对它产生冲击。1987 年崩盘当天的上午，《华尔街日报》刊登了一个 20 世纪 80 年代道琼斯指数表，其下面的一个表显示，1929 年崩盘后，20 世纪 20 年代的道琼斯指数开始上升并持续了一个月。[24]这两个表把现在的日期与 1929 年崩盘的日期列在一起，以此表明 1929 年的崩盘有可能会重复。在 1987 年崩盘真正开始前，投资者在早餐桌上有机会看到这张表。《华尔街日报》公开表示，股市当天有可能崩盘。事实上，它不是一条头条新闻，没有一则新闻在引发崩盘中能起决定性作用。但是这则小报道及其配图确实出现在崩盘的那天上午，大投资者可能对这一暗示比较警觉。

当 1987 年 10 月 19 日上午价格下跌开始时，1929 年崩盘的情形使人们自然而然地怀疑“它”是否又发生了，这里的“它”是《华尔街日报》所说的大崩盘，不是 1907 年的暴跌，也不是 1932 年的上扬，更不是人们已几乎完全忘却了的无数次其他著名的股市事件。头脑想象可能形成了从最初价格下跌到后来价格下跌的反馈，从而造成了历史上最大的崩盘。这种想象也为市场在反弹前会跌到什么程度提供了某种暗示，而这是决定市场实际会跌到什么程度的关键因素。事实上，在 1987 年 10 月 19 日的崩盘中，道琼斯指数在一天内的下跌量是 22.6%，这几乎相当于 1929 年 10 月 28 日和 29 日两天下跌量之和的 23.1%。两次下跌量基本相同只能看做一种巧合，尤其是由于 1987 年的崩盘持续了两天而不是一天。1987 年，几乎没有投资者知道 1929 年市场跌落了多少。而且，许多投资者对 1929 年狂跌的程度只有一个粗略的印象，而在 1987 年 10 月 19 日，投资者几乎没有掌握任何信息，表明市场何时会停止下跌。 103

由于投资者的理论和方法会随着时间变化，在 1987 年崩盘时发生的反馈应该被看做持续变化的价格形成反馈的一个例子。如果将这一反馈仅仅看

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

做以组合保险为代表的技术创新的结果，那将是错误的。尽管在执行组合保险战略时使用了计算机，但仍旧是由人来决定利用这种工具，由人来决定在市场下跌时迅速使用这种工具。当然也有许多人知道使用组合保险，根据其他投资者对这种战略的应用来作出对过去价格变化的反应。在这种情况下，组合保险对我们是很有意义的，因为它具体表明了人的思维可以通过反馈的方式来进行调整，股价变动引起进一步的价格变动，最终可能导致了价格的不稳定性。

◉ 全球的媒体文化

在第一章中，我们曾经提到各国的股市行为之间存在着惊人的相似性。在第二章对于全球房地产市场的分析中也存在着同样惊人的相似性。并且，我们常用的经济变量无法解释这种相似性。但是如果我们把这看做两国价格交互反馈的结果，似乎就不难理解了。而绝大多数人是不会直接考察其他国家的数据的。作为全球文化支撑的新闻媒体的存在是这种相似性产生的一个重要原因。同时，新闻媒体还是全球投机文化的重要支撑。

居住在巴黎的人们不会收看英国的电视节目，也很少阅读英国的报纸。同样地，居住在伦敦的人们也不会收看法国的电视节目，也很少阅读法国的报纸。但是这些媒体的撰稿人却会彼此关注。那些新闻记者，尤其是报道严肃新闻的记者，往往会逐条阅读其他国家的重要新闻。但是，除此之外，记者们还从以往的经验中了解到国外媒体对新闻的排列顺序在很大程度上预示着新闻的重要性。这样他们就可以很容易地找到国外的好新闻，然后根据本地人的阅读习惯作些小调整后发表。

104 经济学家们很少将新闻媒体作为导致各国市场相似性的因素进行探讨。公众也认为经济学家应该计算诸如利率、汇率这样的经济变量对经济的影响，而不是去解释世界各地报纸上的故事。我们注意到，公众还没有普遍认识到文化和心理对市场产生的重要影响。因此，经济学家们也自然地认为，他们的优势在于满足公众对他们的期望。而经济学家的这种行为只会进一步增强公众对市场波动影响因素的狭隘认识。

美国股市与其他国家存在差异的一个原因是美国人使用英语。英语已经成为了一种世界语言，这使得其他国家的记者对美国发生的事件作出反应。新闻报告具有较强的时效性。许多记者都具有寻找其他英语国家的新闻故事并将其改编为本国故事的能力。即使最初的故事是英文的，那些读者也不会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

知道记者的故事来自国外。但是对于记者来说，试图改编一个小语种编写的故事则将面临很大的挑战。

如图 2.3 所示，20 世纪 80 年代中期，波士顿房地产市场出现了繁荣景象，随后出现了伦敦房地产市场的繁荣，进而影响到巴黎、悉尼等，这是一国市场出现的繁荣在其他国家得到复制的一个早期的市场例证。不过，同样的故事并没有在柏林或者东京重复上演，也许是因为这样的故事在那些正在努力寻找本国经济问题的国家并不具有相同的可信度。房地产市场的繁荣是巨大的经济成功，但是这样的事并不是到处都会发生。专业的传媒本能地知道什么时候适合将国外的故事复制到本国，什么时候不行。

源自国外的故事尤其会在那些国际化大都市居民追捧的媒体（诸如智力性报纸等）上引起共鸣。社会学家罗伯特·默顿认为，世界上存在两类人：世界主义者（将自己定位为面向全世界）和地方主义者（将自己定位为面向他们居住的乡村或城镇）。[25]世界主义者拥有全世界共享的文化。比如，居住在国际化大都市的人们可能会受到新闻媒体引导，尽管也会存在语言障碍，但是与本国的乡村相比，他们在文化上会更为接近其他遥远的城市。因此，这些城市的住房价格走势经常趋同也就不足为奇了。

◉ 新闻媒体在宣传投机性泡沫中所起的作用

新闻媒体在股市中的作用与人们所想象的并不一样，通常人们只是简单地认为媒体是投资者的一种方便的工具，投资者会对重要的经济新闻作出反应。媒体能积极地影响公众的注意力和思考方式，同时也形成股市事件发生时的环境。 105

本章的例子表明，媒体在使大众对新闻更感兴趣的同时，也成了投机性价格变动的主要宣传者。它们通过报道公众早已熟知的股价变动来增加趣味性，以此提高公众对这些变动的关注程度，或者提醒公众注意过去市场上发生的事件和其他可能采取的交易战略。因此，媒体的参与能够导致更强烈的反馈，使过去的价格变化引起进一步的价格变化，它们也能引起其他一连串事情的发生（这里指的是注意力的连锁反应）。

当然，这并不意味着媒体能将各种思想灌输给观众或读者。应该说，媒体为传播和解释大众文化提供了一个渠道，也因此体现了大众文化有其固有的逻辑，参与了大众文化的转变过程。

我们下面研究有关文化的一些基本观念。随着时间的推移，这些观念也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

发生了转变，并且这种转变与股市中不断变化的投机情况存在联系。

【注释】

[1] 毫无疑问，报纸问世以前就存在价格投机活动，但我敢说那时的人们绝不像现在这样广泛地关注价格投机活动，并将其描述为难以控制、难以理解或是只受投资者影响的活动。

17 世纪早期出现了第一批定期发行的报纸。一旦出版商弄清了如何激发大众兴趣、扩大销售量和赚取利润，报纸便如雨后春笋般地迅速出现在欧洲各大城市。

我们尽可将大众传媒的起点进一步向前推至印刷的发明，它使刊物的出版发行不再依赖赞助。16 世纪印刷发行了无数的小册子、宽幅宣传画和宗教政治传单。印刷历史学家戴维·扎雷特（David Zaret，*Origins of Democratic Culture：Printing，Petitions，and the Public Sphere in Early-Modern England*，Princeton，N. J. :Princeton University Press，1999，p. 136）指出："印刷将商业完全置于刊印产品的中心。与抄写产品经济不同的是，刊印产品经济越来越多地涉及计算、冒险及其他市场行为，印刷者必须粗略估计所印文本的需求量并以此调整生产。"印刷的出现大大推进了人们读写能力的提高，到了 17 世纪，在欧洲即使并非所有城里人都能识字，但至少有许多人是识字的。

有关投机热的历史，查尔斯·金德尔伯格（Charles P. Kindleberger，*Manias，Panics and Crashes：A History of Financial Crises*，2nd ed.，London：Macmillan，1989）没有提及 17 世纪以前风险投资的案例，而我在当地历史学家中所作的调查结果也没有发现。然而，我也不敢断言我们已经掌握了所有的历史资料。

的确，尽管我得出早期投机热与早期报纸的问世相巧合的结论，但有些事情可看做例外情况，而且其他的解释也是不无可能的。耶鲁大学历史学家保罗·弗里德曼给我举了一个有关胡椒的例子来作为例外事件。在调料贸易中，胡椒的价格似乎一直居高不下，而在 16 世纪其价格又极不稳定。在古代和中世纪，曾发生过饥荒导致谷价上涨的例子。历史上土地价格也有过这种波动。例如，公元 95 年在给尼普斯的一封信中，小普林写道："你听说了吗？地价涨了，特别是罗马附近的土地涨了不少。至于地价突然上涨的原因，大家众说纷纭。"（Pliny the Younger，*Letters and Panegyrics*，trans. Betty Radice，Cambridge，Mass：Harvard University Press，1969，Book 6，No. 19，pp. 437 - 438.）说起"大家众说纷纭"，他谈到了私下交流的作用，但他事实上并没有谈论投机热。

[2] 郁金香热是指 17 世纪 30 年代在荷兰对郁金香价格的高风险投资热，本书第 10 章将讨论这一现象。

1618 年荷兰就有了报纸，而与当时其他国家不同的是，荷兰的报纸不仅刊登外国新闻，还可以刊登国内新闻。欲查找有关荷兰最早的这些报纸的资料，参见 Robert W. Desmond，*The Information Process：World News Reporting to the Twentieth Century*（Iowa City；University of Iowa Press，1978）。

现存最早的关于郁金香热的信息来自在荷兰出版的一本小册子，这本 1637 年匿名出版的小册子以两个人对话的形式详细介绍了有关情况，在这之后，陆续有很多关于郁金香热的小

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

册子出版。参见 Peter Garber, *Famous, First Bubbles: The Fundamentals of Early Manias* (Cambridge, Mass.: MIT Press, 2000)。

[3] Transcript 3143, *MacNeil/Lehrer NewsHour*, WNET/Thirteen, New York, October 14, 1987, p. 10.

[4] Victor Niederhoffer, "The Analysis of World News Events and Stock Prices," *Journal of Business*, 44(2)(1971): 205; 也可参见 David Cutler, James Poterba, and Lawrence Summers, "What Moves Stock Prices?" *Journal of Portfolio Management*, 15(3)(1989): 4-12。

[5] Robert J. Shiller and William J. Feltus, "Fear of a Crash Caused the Crash," *New York Times*, October 29, 1989, Section 3, p. 3, col. 1.

[6] Cutler, Poterba, and Summers, "What Moves Stock Prices?" p. 10.

[7] 也就是说，除非将1955年9月26日德怀特·艾森豪威尔总统的心脏病发作算成是一个外来因素，否则便没有。

[8] "The Tokyo Earthquake: Not 'If' but 'When'," *Tokyo Business Today*, April 1995, p. 8.

[9] David Santry, "The Long-Shot Choice of a Gambling Guru," *Business Week*, May 12, 1980, p. 112; "The Prophet of Profits," *Time*, September 15, 1980, p. 69.

[10] 哥伦比亚大学的格尔·胡伯曼教授（Gur Huberman）和托马·雷格夫教授（Tomer Regev）写过一篇关于某公司股价上涨的案例分析。这篇案例分析是针对一篇新闻报道而写的。那篇新闻报道写得洋洋洒洒，让人不可不信，但事实上所言之事早已不是什么新闻。《纽约时报》头版报道了恩特利公司（EntreMed）的药物有望治愈癌症，这使该公司的股票价格从前日收盘时的12美元升至当日开盘时的85美元。两位教授指出，报道中的所有内容在五个月前就已经公布过。（参见 Gur Huberman and Tomer Regev, "Speculating on a Cure for Cancer: A Non-Event that Made Stock Prices Soar," *Journal of Finance*, 56[1][2001]: 387-396。）还有一种情况也有可能——尽管两位教授没有提到——许多那天购买恩特利公司股票的人可能明知道那篇报道不是新闻，之所以还购买仅仅是因为他们认为这样一篇文笔一流、重点突出的文章肯定会使股价上涨。

[11] (New Orleans) *Times-Picayune*, October 29, 1929, p. 1, col. 8; *New York Times*, October 29, 1929, p. 1; *Wall Street Journal*, October 29, 1929, p. 1, col. 2.

[12] Jude Wanniski, *The Way the World Works*, 2nd ed. (New York: Simon and Schuster, 1983), Chapter 7.

[13] Allan H. Meltzer, "Monetary and Other Explanations of the Start of the Great Depression," *Journal of Monetary Economics*, 2(1976): 460.

[14] Rudiger Dornbusch and Stanley Fischer, "The Open Economy: Implications for Monetary and Fiscal Policy," in Robert J. Gordon(ed), *The American Business Cycle: Continuity and Change* (Chicago: National Bureau of Economic Research and University of Chicago Press, 1986), pp. 459-501.

[15] *New York Times*, October 28, 1929, p. 1.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

[16] *Wall Street Journal*, October 28, 1929, p. 1.

[17] O. A. Mather, *Chicago Tribune*, October 27, 1929, p. A1; *New York Times*, October 25, 1929, p. 1, col. 8; Guaranty survey quoted in *New York Times*, October 28, 1929, p. 37, col. 3.

[18] 个人投资者名单主要包括高收入的积极投资者（"积极"的表现包括资助投资出版物和与证券经纪人保持密切往来）。该名单是从 W. S. Ponton 公司获得的。机构投资者是通过随机抽样搜集来的。10 月 19 日共寄出 3 000 份调查问卷，2 000 份给个人投资者，1 000 份给机构投资者。其后没有再寄出问卷或提醒信件。我们分别收到了 605 封个人投资者和 284 封机构投资者寄来的完整回复。参见 Shiller, *Market Volatility*, pp. 379 - 402，该书登载了写于 1987 年 11 月的结果分析。

[19] 当然，由于问卷是在股市暴跌后填写的，因此这里提出的对过高价格的担忧很有可能是出于事后聪明，我们甚至连答卷者在问卷上将自己归为 10 月 19 日的买者或是卖者的回答都不能完全相信。问卷是不记名的，要求真实回答，并说明调查的目的是为了科学研究股市暴跌现象，所有这些都有利于我们获得客观答复，但是，毫无疑问，没有哪项调查的结果可以百分之百地相信。

[20] Presidential Task Force on Market Mechanisms, *Report of the Presidential Task Force on Market Mechanisms* (*Brady Commission Report*) (Washington, D. C.: U. S. Government Printing Office, 1988), p. v.

[21] 马克・米切尔和杰费里・内特(Mark L. Mitchell and Jeffrey M. Netter, "Triggering the 1987 Stock Market Crash: Antitakeover Provisions in the Proposed House Ways and Means Tax Bill," *Journal of Financial Economics*, 24[1989]: 37 - 68) 指出，新闻对某些股票的确有直接影响。即使这些新闻中的大部分在股市崩盘那天已经被人们遗忘了，但正如布兰迪委员会得出的结论，这些新闻通过促使最初的价格下降而点燃大崩盘的导火线是有可能的。

[22] Hayne Leland, "Who Should Buy Portfolio Insurance," *Journal of Finance*, 35 (1980): 582.

[23] 参见 Robert J. Shiller, "Portfolio Insurance and Other Investor Fashions as Factors in the 1987 Stock Market Crash," in *NBER Macroeconomics Annual* (Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research, 1988), pp. 287 - 295。

[24] "Repeating the 1920s? Some Parallels but Some Contrasts," *Wall Street Journal*, October 19, 1987, p. 15. 该文刊登在一个 10 英寸× 5 英寸的小栏目中，在同一页有另一篇文章：Cynthia Crossen, "Market Slide Has Analysts Eating Crow; Justification of Summer Rally Questioned"。

[25] 参见 Robert K. Merton, *Social Theory and Social Structure* (Glencoe, Ⅲ.: Free Press, 1957)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 6 章 新时代的经济思想

历史上，每次股市不断上涨都伴随着一种流行的观念，即未来比过去前 106
景更好，而且，人们总是一次又一次地用“新时代”（new era）这个词来描述和解释这种情形。

当然，这种新时代的观念具有明显的合理性。上个世纪发展的整体趋势是人们生活水平的提高以及经济风险对个人生活冲击力的减弱。从许多方面来看，我们的世界的确正在进入一个全新而美好的时代。但是新时代最显著的特征在于，经济进步以及人们生活水平的提高不是一个持续平缓的过程，而是一波又一波地推进。

在大众文化中，人们对新时代这个词的引用并不规范，与之相反，经济学家们以及其他一些有影响的评论家在历史上不同时期提出新时代这一概念时都很注意措辞的选择。通常，他们似乎只有在描述一段长期的连续增长趋势时才会采用这个词。

经济学家由于过分关注数据，而忽视了一些具有独特价值的新事物，特别是关于最新技术和经营机构的转变，而许多人认为正是它们宣告了新时代的来临。然而，更普遍的情况是，一般公众会对突然流行的关于新时代的故事反应过度，而忽视了变革或者历史上曾多次发生的类似事件之间本质上的相似之处。

例如，当 20 世纪 90 年代中期互联网时代到来时，一些非正式的观察家

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

认为这将对生产力产生革命性的推动作用，因为互联网对于通讯和销售系统
107 具有根本的重要性。但是，如果我们希望考察作为通讯和销售系统的互联网是否会加速经济增长，我们就需要将它与过去类似的系统进行比较，例如邮政、铁路、电报、电话、汽车、飞机、收音机以及高速公路。所有这些网络对于当时的经济都产生了复杂的影响，有助于简单经济结构的升级。我们很难证实互联网对今天经济的重要性高于上述设施对过去经济增长的作用，因此也就没有理由预计将会产生比过去更快的增长。然而一般公众通常不会去考虑这些。

有些观点认为，新时代的观念（或由此引发的其他流行的经济理论）在不同的时期以不同的方式影响着公众，这种观点较难反驳。比如，要想通过问卷调查的方式来追溯思想的（演变）过程是很困难的，因为只有在一种思想引起大众注意之后，你才会想到对此展开调查。

我们可以使用数据库对出版物进行统计，从而了解一些经济术语使用频率的变化，不过这种检索太粗略，忽视了（这些）术语使用方式的细微变化。当我尝试统计“新时代”这个词在 2000 年股票市场达到巅峰时使用的频率时，我发现这个词被用在了许多不同的语境中，这使得仅仅通过检索这个词无法实现我们的研究目的。另一方面，我还从 Lexis - Nexis 数据库中得知：“新时代经济”这一术语过去在英语中并不流行，直到 1997 年 7 月《商业周刊》（*Business Week*）的封面语将这一术语的出现归功于艾伦·格林斯潘之后，情况才发生了变化。因为在几个月前的演说中，他指出那时的市场正处于“非理性繁荣”的状态。[1]在通向 2000 年股票市场巅峰的道路上，“新时代经济”这一术语就保留在日常用语中了。（将这一术语与一位权势人物相联系的做法又一次印证了个人行为和媒体事件能够改变公众思想。）

“新时代”在文献中的使用实际上要早于《商业周刊》的文章，因为在 1997 年 6 月的《波士顿环球报》（*Boston Globe*）上有两篇文章使用了“新时代命题”、“新时代理论家”和“新时代学派”等提法，还将培基证券公司（Prudential Securities）的技术研究主任拉尔夫·阿坎波拉（Ralph Acampora）视为该学派中的一员。1997 年 8 月，保罗·克鲁格曼（Paul Krugman）在《哈佛商业评论》（*Harvard Business Review*）上撰文批评了新近出现的新时代理论，这却使“新时代”这个词得到更广泛的传播。[2]在 1997 年以前的 10 年中，对 Nexis 数据库的检索显示，“新时代”只是偶尔被用来指代乐观的经济前景，显然，那段时期这种提法并不怎么流行。

一个值得关注的事实是，1997 年前后，“新时代”故事的形成时期与美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



国和其他国家房地产市场的繁荣状况相当一致。在波士顿、洛杉矶、巴黎和悉尼表现得尤为突出（见图 2.3），而伦敦的繁荣似乎比这些地区还要早一年。 108

在 20 世纪 90 年代股市取得惊人发展之后，用"新时代"来描述经济状况的流行说法逐渐得以确定，并且所有关于新时代的说法都带有股市色彩。[3]事实上，新时代的到来是经济学家在分析了国民收入或其他与实体经济有关的数据后提出的。新时代理论主要是在对股市繁荣的事后诠释的过程中形成的，这一点也不足为奇。股市的迅速繁荣带有很强的戏剧性，因而需要同样戏剧性的诠释。相反，GDP 增长率的上升——比如说，从 2%升至 3%——虽然会让经济学家兴奋不已，但并不会给公众造成同样的印象。因为相对而言，它并不实用，在日常生活中显得深奥而遥远，当然不如其他一些华丽而夸张的消息在公众中造成的轰动效应大。

每当股市创下新高，演讲家、作家及其他显赫人士会马上站出来，为股市中渐趋明朗的乐观主义情绪辩解。记者们也许不能总是掐准时间，但他们可以说，正是这些大人物的言论造成了市场的转变。虽然显赫人士可能对股市转变产生影响，但他们的智慧通常都只是在步市场的后尘。不过，他们所推崇的新时代思想是延续和扩大繁荣过程中的一部分——正如我们所看到的，这些新时代思想是能够产生投机性泡沫的反馈机制的一部分。

为市场理性辩护的人可能会指出，即使有关新时代的讨论真的是造成繁荣的原因，这也并不意味着对这些讨论的新闻报道必然出现在繁荣之前。他们的观点是有一定道理的：从技术上说，尽管对新时代理论的媒体讨论往往与股市上扬同时发生或甚至更晚，但"口头上的"谈论事实上同样也可能导致股市上扬，只是新闻媒体可能没有来得及报道这些讨论。

表面看来，大多数人对宏观经济增长的长期预测不大感兴趣。经济学理论表明，投资者如果真是理性的话，就应该对此加以关注。但事实上这一宏观经济论题太抽象、太枯燥、太专业了。公众感兴趣的是对未来技术的大胆描述——例如电脑将会很快具有哪些功能——而不是衡量未来几年中美国企业的盈利水平。事实上，很少一部分人能够（在一个相当大的数量级上）较 109
为准确地估计美国企业的总收益，大部分人对预测这些收益的变化基本上不感兴趣。

历史表明，有时公众意见中存在着强大的无形力量，这种力量只有到某些关键性事件发生后才会凸显在媒体或公共讨论中。这种力量一般都与基于个人观察的幼稚想法或对少数民族和外国的无端歧视有关。相对来说，公众

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对于经济增长率的高低却显得有些漠不关心。[4]传统智慧将股市解释为是对新时代理论的反应。事实上，由于记者们争先恐后地对股价变动作出判断，看起来更像是股市创造了新时代理论。这让人想起“灵应板”（ouija），参与者要解释他们手晃动轨迹的含义，并由此预言未来。或者股市被看成一种神谕，能发出神秘而无意义的“声音”，我们会要求市场的先驱者对此作出解释，然后错误地赋予这些解释以权威的外衣。

在本章中，我试图分析随着美国股市和房地产业最近几个高峰而出现的新时代思想。我提出了一些看法，对这一时期新时代思想进入大众生活及其影响进行了阐述。我引用了当前许多人的论证，因为它们能直接向我们提供当时人们的观点和想法。

◉ 1901年的乐观主义：20世纪的顶峰

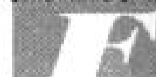
观察家们这样描述1901年中期的投机热潮：“1901年4月爆发的投机风潮在投机狂热的历史上几乎是无与伦比的……报纸上充斥着饭店侍应生、办公室职员甚至看门人和裁缝通过投机一夜暴富的故事，可以想见这些宣传对公众观念的影响。”[5]

当新世纪在1901年1月到来时，人们广泛谈论着即将到来的技术进步：“火车将会以每小时150英里的速度飞驰……报纸出版商只需按下电钮，自动化设备就会完成其余的工作……在大商店里卖东西的是售货员的照片，机械手将会为顾客找零。”[6]古列尔莫·马尔科尼（Guglielmo Marconi）于1901年进行了首次越洋无线电传输，人们纷纷预测不久后就可以同火星进行无线通信了。

1901年5月1日—11月1日，在纽约州布法罗举行的泛美博览会（Pan-
110 American Exposition）将高科技作为一个重点。其中，占据中央位置的是一座高375英尺的电塔，为它照明的是44 000个电灯泡，它们的电力来自远在尼亚加拉大瀑布的发电机。这座塔“美得无法形容”，让参观者如醉如痴。[7]这次博览会的电气部分展示的是电产生的种种奇观。例如电传机，即通过线路传输图片的机器（传真机的前身），又如电子签名机，即能让人将签名传输到远处的机器（信用卡签名认证设备的前身）。这次博览会还提供了乘坐太空船“路娜”号到月球进行模拟旅行的机会：参观者们在回到地球之前可以行走于月球的街道和商店之间。

从某种意义上说，高科技时代、计算机时代和太空时代在1901年实际

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



上已经到来，只是这些概念都是用不同的词语来表达的。人们心情振奋。因此，20 世纪随后的 10 年被称为乐观时代、信心时代或者自信时代。虽然已经相隔了一个世纪，我们也刚刚度过 21 世纪的黎明，这种情绪也与今天的情形相类似。由于现代媒体充分利用了周年纪念或划时代的事件，加之人们也往往将这类事件视为新起点的标志，并对它们赋予过高的期望和企盼，因此世纪之交往往是乐观主义盛行的时期。1901 年的例子告诉我们，新世纪乐观主义情绪事实上可能持续数年（至少一些媒体认为，它将不会受到不幸的世界事件的影响）。

但是还有其他原因解释为什么人们在 1901 年认为股价应该抬高。那几年，报纸上最突出的商业新闻莫过于广阔的商业领域中关于技术的联合、托拉斯和并购的消息，例如在许多家较小的钢铁企业基础上联合形成了美国钢铁公司。1901 年，许多股市预测家都把这些变化看成是举足轻重的，“利益共同体”这个提法通常被用来描述这种新的经济现象。1901 年 4 月，《纽约日评》（*New York Daily Tribune*）上的一篇社论这样写道：

> 新时代到来了，这是“利益共同体”的时代，人们希望它能避免以前在经济萧条时常常发生的毁灭性的削价和破坏性的打击，这种关于“利益共同体”的想法在许多行业里都压倒了对竞争的关注。例如，大型钢铁企业时而高度繁荣时而极度萧条，曾被安德鲁·卡内基（Andrew Carnegie）称为工业的王子和贫儿。人们曾一度想将众多分散的钢铁企业合并为若干大企业，然而在过去两年里巨型企业真的建立了起来。如果设计者的初衷都能实现的话，将会避免建立因竞争原因而产生的工厂。这种合并会消除竞争，从而避免重复建设，节约大量的经济资源；它还会消除重复的职位并建立统一的价目表，使经济变得更加灵活有效。出于同样的原因，联合在铁路部门也成了占统治地位的思想。相互竞争的铁路正在通过合并或租赁的形式，低成本运行并避免恶性价格竞争，强势铁路公司的代表加入了从前热衷于压价的公司董事会中，尽管他们以前势不两立，但现在大铁路公司的代表开始在这些董事会中发挥控制力，更准确的说是影响力。[8]

111

用这些原因来解释股市的乐观主义情绪无疑是让人信服的。人们很容易相信，消除竞争会为企业创造潜在垄断收益，并进而提高其股价，但这篇社论并没有提及反托拉斯法可能会结束“利益共同体”时代。1901 年 9 月，重视商业的总统威廉·麦金利（William Mckinley）在参观泛美博览会时被暗杀；他的继任者是“牛仔”副总统泰迪·罗斯福（Teddy Roosevelt）。仅仅 6 个月之后，也就是 1902 年 3 月，罗斯福就动用了尘封已久的 1890 年《谢尔

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

曼反托拉斯法案》(Sherman Antitrust Act，简称《谢尔曼法案》)，以反对北方证券公司。在接下来的7年里，他严格执行了反托拉斯政策。当《谢尔曼法案》的缺陷日益彰显时，1914年通过的《克莱顿反托拉斯法案》(Clayton Antitrust Act）又推进了政府对企业联合的打击。

这样，(解释）股价的“利益共同体”理论的前提后来被证明是错误的，那些以此理论为基础，并对股市表现出高度乐观情绪的人，当时并没有想到所有人都会犯错误。他们没有考虑到社会可能无法忍受财富急剧向股东手中转移。他们之所以未考虑到这一点，很可能是因为此前没有任何具体的反托拉斯措施。然而，在认识股价水平时，你必须考虑市场能够在未来几十年里提供的长期收益，以及社会是否会作出积极或消极的调整以控制这种收益流。

对股价水平的讨论很少涉及政府对企业利润水平的反应，即使政府对企业的政策发生了实质性的剧烈变化。从1901年的0，到1911年的1%，1921年的10%，1931年的14%，1941年的31%，1951年的50.75%（含30%的超额利润税)，再到今天的35%，单是企业的所得税就经历了多次大幅度调整。尽管美国政府过去将企业所得税从0提高至50.75%，相当于把股市收益的一半多收归国有，未来对所得税可能进行的调整在讨论股市前景时仍然很少被提及。

1901年的事件体现了一种新时代思想犯错误的方式：这种思想关注当前新闻中重大事件的效果，它很少关注“如果……怎样……”，即使这种假设很可能会成为现实。

112 1901年还存在着另一种重要的说法：股票正被“强有力的手”把持着。“股票所有权已经易手，但它并没有被个人投机者所掌握，而是掌握在能在任何情况下为它提供保护的人手中，如标准石油公司（Standard Oil)、摩根(Morgan)、库恩·洛布（Kuhn Loeb)、古尔德（Gould）和哈里曼·英特里斯兹（Harriman Interests)。作为国家最主要的金融巨头，他们显然知道，何时提出建议能够最大化预期收益。”[9]同其他股市高峰期出现的理论一样，这种理论认为出现抛售恐慌是难以想象的。这种理论在短时期内也许是正确的，但是这些强有力的手并没能阻止股市1907年的狂跌，也没能阻止1907—1920年间股票市值的锐减。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

◉ 20 世纪 20 年代的乐观主义

20 世纪 20 年代的牛市显然与大多数公众对股市日益增长的热情和兴趣有很大关系，这种热情在 1929 年达到了巅峰。弗雷德里克·路易斯·艾伦在 1929 年写作、1931 年出版的《恍然如昨》一书中，这样描写 1929 年的情景：

有钱人的司机一边开车，一边收听关于贝斯雷姆钢铁公司动向的新闻，因为他自己通过 20% 的保证金账户购买了 50 股这个公司的股票。经纪人办公室的窗户清洁工不时停下来看报价牌，因为他正在考虑将辛苦劳动攒得的一点积蓄换成西蒙公司的股票。爱德文·莱富勒（在当时可称得上是一位经验丰富的股市评论员）描写了一位在股市中赚了近 25 万美元的经纪人的侍者，利用从慷慨的病人那里得到的小费从股市上净赚 3 万美元的见习护士，以及怀俄明州的牧牛人。他的住处离最近的铁路足足有 30 英里，却在股市上一天买卖了1 000股。[10]

虽然这些描述可能会对公众关注股市的程度造成一种夸张的印象，但毫无疑问，20 世纪 20 年代的这种关注程度要超过任何其他时期，并且到处不乏狂热的投资者。

20 世纪 20 年代是一个经济快速增长的时代，尤为显著的是，此前只能为富有阶层享用的一些技术创新得到了广泛传播，汽车大致就是在此时开始广泛使用的。1914 年，美国拥有牌照的汽车仅有 170 万辆，1920 年就有了 810 万辆，1929 年达到了2 310万辆。汽车给人们带来对自由的新感受和可能性，人们也越来越多地认识到新技术能够促进个人价值观的实现。

20 世纪 20 年代也是电气化从大城市向全国扩展的时代。到 1929 年时，2 000万美国家庭实现了电气化，煤油灯被淘汰了，白炽灯泡进入了家庭，大约一半的家庭拥有了吸尘器，1/3 的家庭有了洗衣机。不仅如此，20 世纪 20 年代还是无线电广播覆盖面不断扩展，并发展成为一种成熟的全国性娱乐媒体的时期。1920 年，全美只有 3 家广播台，到 1923 年就有 500 多家。享誉全国的广播明星如鲁迪·瓦利（Rudy Vallee）和流行节目主持人如阿莫斯·N·安迪（Amos. N. Andy）都出现在 20 年代。全国广播公司（National Broadcasting Company，NBC）于 1926 年建立了首家全国广播电台网，定期播出的节目创造了一种前所未有的民族文化意识。李·德·福里斯特（Lee De Forest）于 1923 年发明了电影声音系统，声音开始进入电影中；到 20 年 113

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

代末，有声电影就完全取代了无声电影。由于这些变革深刻地影响了人们的日常生活，影响了人们的家居和休闲方式，所以 20 年代成为巨大的技术进步时代，即使对最谨慎的观察家来说也是如此。

有许多声称经济新时代已经到来的言论出现在 20 年代股市繁荣时期。例如，早在 1925 年就可以听到："现在看不出有任何东西可以阻碍美国享受贸易史上无与伦比的繁荣。"[11]

约翰·穆迪（John Moody）是一家叫做穆迪投资者服务公司的评级机构的负责人，他在一篇文章中这样描绘 1928 年的股市："事实上，新时代的形成贯穿于整个文明世界的始终，文明在新的领域开始呈现。我们只在现在才开始发觉，自己所处的这个现代工业文明正处于自我完善的过程中。"[12]

考虑到公众对股票的热情和股市的暴涨，对解释和说明股市繁荣的书籍的需求应运而生。1929 年，查尔斯·阿莫斯·戴斯（Charles Amos Dice）在《股市创新高》（*New Levels in the Stock Market*）一书中，提出了预计股市还会继续上涨的大量理由。与"新时代"相比，他更喜欢"新世界"这个提法，尽管这两者表达的意思是一致的。他写到了"工业的新世界"，谈到批量生产技术、大型研究部门、电气时代的开始、南方的工业化、大规模生产的出现以及农业的机械化。此外，戴斯还写到了"分配的新世界"，预测了分期付款的扩展、连锁店的扩张、刺激需求的广告艺术和新的市场研究方法。他同时也谈到了"金融的新世界"，内容涉及为企业提供更多资金来源的投资银行的业务扩张，融资方式更加灵活的控股公司的大量出现，以及联邦储备系统在稳定经济方面的进步。戴斯将美联储比喻为蒸汽机的调速器，负责调节经济发展的速度。[13]

令人惊奇的是，戴斯的这本书于 1929 年 8 月出版，正好比大萧条以前的
114 股市上扬早一个月。当你发现书中第 69 页附有一张名为"勘误表"的小纸条时，这本书出现的时机就显得更引人注目了。这张纸条显然是在书籍印刷之后、装订之前加上去的，1929 年 9 月 3 日的道琼斯工业平均指数比书中提到的还要高出 20 点。这张纸条提醒读者将书中对道琼斯指数的预测调高 15～20点。戴斯满以为这样能让自己的预测更加准确，然而却因此犯下了市场预测中可能最具灾难性的错误。

耶鲁大学的欧文·费雪教授（Irving Fisher）是公认的美国最杰出的经济学家之一，他认为美国股市在当时并非被完全高估。在股市即将达到 1929 年的高峰时，他曾说过："股价看来是达到了永恒的高原。"他写过一本名为《股市危机及其影响》（*The Stock Market Crash—and After*）的书，前言是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



在距黑色星期四发生之后不到两个月写作的。

费雪一定是在戴斯写作的同时写作这本书的，只不过选择的时机还不算太坏。在 1929 年股灾到来的时候，他还在写作过程中。不过费雪在股市狂跌之后仍然表示乐观，因为与 1932 年的市场低谷相比，这时仅仅只下跌了很小的比例，并且这次股价下跌也没有显示出任何新时代就此终结的迹象。

费雪根据许多理由论证说，将会呈现出收益迅速增长的前景，其中一些原因与戴斯所列举的相同。他首先指出，经历了 20 世纪 20 年代的兼并运动后，企业能够容纳大规模经济生产。“合并后的经济需要时间赢得发展，但它们的形成对股市的影响却是立竿见影的。”

科学研究与发明创造正以前所未有的速度向前推进。随着公路网的迅速铺开，汽车的优势正在开始得到利用；废弃物品的有效利用也变得越来越广为人知；农业方面又出现了许多最新的发明，包括翻土深耕、优质的化肥、改良的家畜品种以及新的改进型庄稼。由于所有这些发明创造都在被逐渐投入使用，可以预计它们产生的收益也会不断增长。费雪还宣称，由于科学管理方法的应用、制造设施布局的改进和管理手段的精细化，美国企业的管理水平正在不断提高。他声称，企业能够更好地制定规划，这部分应归功于他发明的“管理巨人图表”（master charting），即企业执行者作重点规划时使用的草图法。劳工联盟开始为解决工业问题承担共同责任，这进一步坚定了费雪的认识。[14]

其他人则认为，20 年代的股市定价是合理的，因为我们已处于一个更加清醒的时代——这不仅仅是象征性的。人们认为，对含酒精饮料的禁止给社会带来了更高的稳定性，给人们带来了更多的理智：“许多不同的事件导致了这样一个幸福的结果……包括从我们的生活中消除酒吧及其破坏性因素， 115
随之而来的是全体人民的清醒和镇定。以前花在酒吧里的钱现在大都被用于不断提高生活水平、投资和储蓄。”[15]

当然，市场的乐观主义气氛也不是当时的唯一情绪，1929 年的市场价格（相对于基本价值的）过分偏高并非没有引起注意。《纽约时报》和《商业和财经新闻》（*Commercial and Financial Chronicle*）一直在指出，过度投机确实存在。国际承兑银行（International Acceptance Bank）的保罗·M·沃伯格（Paul M. Warburg）谴责了“不加限制的投机”。[16]然而，从股市自身的水平就可以知道，在 20 年代的公众情绪中，对股市的积极评价具有压倒性优势。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

◉ 20世纪50年代和60年代的新时代思想

从媒体的报道来看，新时代思想在50年代中期又经历了一次突然爆发，从1953年9月到1955年12月，股价实际上涨了94.3%（扣除通货膨胀因素）。股票市场在50年代初的大部分时间里受到了抑制，人们普遍担心随着第二次世界大战对经济增长刺激作用的消失，经济又会滑入萧条的低谷。然而，企业利润的稳定增长成了股市上涨的坚实基础，股市价格由此增长了一倍，这显然使公众忘记了此前对经济的担心，并开始再次置身于真正的新时代想法中。1955年5月，《美国新闻及世界报道》（*U. S News and World Report*）写道：

"新时代"的感觉又一次弥漫在空气中。人们信心高涨，普遍乐观，毫无顾虑。

战争的威胁正在消除，和平的前景正在展现。工作机会充足，报酬空前之高。（政府承诺）税收将会下降。万事万物都在茁壮成长。

对萧条的恐慌在10年中反复了三次，不过并没有造成太大影响。第一次恐慌发生于1946年，在第二次世界大战刚刚结束之后，政府开始悄悄地大幅削减军事开支。第二次恐慌发生在1949年，公众对商人们的担心视而不见，照常买卖，这次恐慌不攻自破。第三次始于1953年年中，它现在只存在于人们的记忆中。[17]

公众对市场的极度乐观和过度自信部分源于新时代思想，并且本身也构成新时代思想的一部分。1955年12月，《新闻周刊》（*Newsweek*）写道："（股市）飙升的基础在于，投资者对强大经济力量的信赖，以及企业正在将这种繁荣兑现。"[18]

与广播在20世纪20年代发展成为大众文化的载体相类似，电视在50年代早期得到了普及。1948年，只有3%的美国家庭拥有电视机，到1955年就达到了76%。与互联网一样，电视是一种逼真的技术创新产品，几乎能够激发每个人的想象力，它是技术进步不容忽视的明显证据。在短短几年时间里，大多数美国人就开始每天有规律地花几个小时看电视了。

116

当时的通货膨胀率非常低，人们将这一点归功于新制定的联邦政策。财政部长乔治·汉弗莱（George Humphrey）在1955年宣称：

在过去2年零9个月里，美元的价值只变化了半美分，政府已经完全消除了通货膨胀对储蓄的影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



政府将通货膨胀看成是最坏的公敌，但在必要时，我们会毫不犹豫地放松或紧缩银根。货币政策的力量比以往任何时候都能更有效、迅捷地对自然需求作出反应。这是通过恰到好处地使用货币政策和信用政策实现的，是通过国家历史上最大幅度的减税，将购买力归还公众实现的，也是削减不合理的政府开支的结果，更是适时地鼓励基础设施建设、住宅建设和必要的修缮的结果。[19]

与 20 世纪头 10 年"强有力的手"这一理论相似的看法——认为对股票的需求相当稳定，足以防止任何下跌——在 50 年代也同样存在。《新闻周刊》在 1955 年这样写道：

许多金融界人士都乐于认为，美国已经发展出了一种具有广阔基础的"新资本主义"。目前大约 750 万人持有公众控股公司的股票，而三年前只有 650 万。共同基金的资产从 1946 年的 13 亿美元猛增到 72 亿美元，为小额投资者提供了分散风险的机会。成千上万的工人通过员工持股计划成为了自己工作的企业的所有者。

以上这些事实加起来也许还不能确保阻止又一个 1929 年的出现，但是许多专家确信，下次危机为时尚早。[20]

欧文·费雪在 20 年代提出了支持乐观主义思想的理由，即企业能够更好地规划未来。这一论据在 50 年代又一次作为新思想浮现："企业自己具备了防止出现大萧条的新态度。今天的公司能够作出长远的规划，似乎比以前更少受到短期波动的影响"。[21]

"生育高峰"被视为推动市场繁荣的又一重要因素，因为人们需要在孩子身上花钱（在今天，那一代孩子早已成年，他们的孩子相对减少，但是仍然有人认为他们的存在有助于抬高股价，因为他们为退休生活进行了储蓄）："正是'生育高峰'将最近这次'新时代'与上一次区别开来，家庭正在变得越来越大，良好的公路和性能优良的汽车正在走进农村。城市居民倾向于选择居住在郊区，有三四间卧室的大住宅正在成为抢手货。"[22]

同 20 世纪 20 年代一样，消费信用的日益增长也是导致繁荣的一个原因："花钱的欲望，在一个有身份的华盛顿人眼中，就相当于一次'消费革命'……在花钱的过程中，一个人的欲望逐渐膨胀起来。"[23] 117

约翰·肯尼迪在 1960 年当选为总统后，他所采取的刺激经济的措施使人们普遍认为经济将会有更好的表现。肯尼迪在 1961 年发表的第一份国情咨文激发了公众的信心。人们认为，这份咨文显示出了乐观的憧憬。他在 1961 年 5 月的国会特别陈述中也作出了美好的承诺，即美国将在 1970 年前

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

将人类送上月球，美国人期待这一成就能够被长久铭记，它标志着人类首次离开它起源的星球。肯尼迪被认为是美国乐观主义和股市力量的化身。“华尔街对股价的强劲走势有一种简洁的描述，即‘肯尼迪市场’。”肯尼迪经济计划激发出的信心使一些人得出国家正在进入“新经济”时代的结论，在这种“新经济”里，“生意人能够永远享受到合理的持续繁荣”，并且比以前“更有理由”对货币政策充满信心。[24]肯尼迪的计划在其继任者林登・约翰逊1964年的“大社会”计划中得到了延续，约翰逊的计划把消灭贫穷和防止城市衰退作为首要目标。

在20世纪60年代，“股市是最佳投资场所”的理论曾盛行一时：“投资者们感到股票是最佳投资工具，因为它可以减弱通货膨胀的影响，是分享未来经济增长的手段。”“投资者们似乎确信，通货膨胀将伴随经济复苏出现，所以普通股即使在目前的价位上，也是真正的保值工具”。[25]当时，投资者们都相信，如果通货膨胀爆发，股市将会上涨，而不是像现在普遍认为的那样会下跌，其结果是可能发生的通货膨胀成为持有股票的原因。60年代早期，人们还关注这样一个问题：即使没有通货膨胀，肯尼迪-约翰逊经济计划也会引起通货膨胀。

在20世纪60年代市场高峰背后的一个比较重要的因素是，道琼斯指数逼近1 000点。那种认为新的里程碑的临近会对公众的想象力产生巨大冲击的观点看起来挺滑稽，但是，由于无法为市场估值提供其他牢固的基础，这种武断的看法也为人们的预期提供了一个可靠的解释。

在道琼斯指数接近1 000点以前，新闻界就已经开始计算里程碑了。1965年《商业周刊》的一篇文章写道：“就像四分钟跑一英里一样，心理障碍必须加以克服。华尔街又何尝不是如此。道琼斯工业平均指数的900点大关（就像此前的600、700和800点一样）迟早会被突破。”《商业周刊》写道，
118 900点大关“在许多观察家眼中已经具有了一种神秘的重要性”。1966年，正当1 000点近在眼前时，《时代》杂志写道：“上周末平均指数达到了986.13点，距离被整条华尔街看成神秘数字的1 000点大关只剩下了不到14点。即使那个数字可能更多地只是神秘的（而非有真实含义的），突破的日期也会在历史教科书中保留几十年，甚至几百年——这一天已经不远了。”[26]

市场像赛跑一样就要接近1 000点了，但它在很长时间内不会超过这一魔力般的数字。尽管道指当时并不是以分钟计算的，它最终还是在1966年1月超过了1 000点（如果用当天的最高值来计算的话）。直到1972年股市狂跌的前夜，它才在1 000点以上收盘，即使在那时候它也只在1 000点上停留了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



很短的时间。

道指直到 1982 年才实实在在地超过了1 000点，如果用实际股价计算，股价超过 1966 年的最高点——并从此保持下去是在 1992 年 1 月，此时距 1966 年已整整 26 年。[27]从 1966 年 1 月到 1992 年 1 月之间是低投资回报率的时期，股市的年平均回报率仅为 4.1%。在这一期间持有股票，收入基本上仅限于股息（基本上没有什么资本利得）。[28]这些现象与那种认为股市在 1966 年只是"勉强"攀升到1 000点，并且定价相对过高的观点是一致的。

◉ 20 世纪 90 年代牛市中的新时代思想

第 3 章中已经描述了 20 世纪 90 年代特有的一些新时代思想。在这里，我将再作出另外一些评论，然后对当前的新时代思想与其他几个时期中的新时代思想进行比较。

与以往主要的股市繁荣期一样，20 世纪 90 年代同样也有用新时代理论解释市场状况的学者。迈克尔·曼德尔（Michael Mandel）在 1996 年《商业周刊》上一篇名为《新经济的胜利》(The Triumph of the New Economy）的文章中列举了股票市场并未疯狂的五条理由：全球化的发展、高新技术产业的繁荣、低通货膨胀率、利率的降低和企业收益的提高。[29]

在这个繁荣期内，一种流行的理论认为，低通货膨胀率有助于产生好的经济前景。在 90 年代，有关通货膨胀的理论主导了对股票市场前景的讨论，60 年代也发生了同样的事情，只是那时候的观点与现在的正好相反。90 年代的人们认为，如果发生通货膨胀的话，股票市场将会下跌而不是上涨，60 年代的那种认为投资股票可以有效对冲通胀风险的观点（发生通货膨胀时，股市就会上涨）已经过时了。

为什么 90 年代人们会认为通货膨胀将造成黯淡的市场前景，而在 60 年代却认为通货膨胀会促进市场发展呢？在 90 年代，投资者的看法很可能吸收了公开出版的文献的观点，即经济学家们认为突然爆发的高通货膨胀会损害经济发展。事实上，这种研究并未证明，一定程度或长期的通货膨胀与实际经济表现之间存在密切关系。它在某种程度上还表明 60 年代的理论是正确的——股市的实际价值对通货膨胀消息具有免疫力，股市与物价应该是同向而不是反向运动。[30]更为真实的情况是，90 年代的人们正在接受这样一个事实：股市在近年里总是逆通货膨胀而动，而不是与之同向运动。 119

在 20 年代、50 年代和 60 年代的股市繁荣后出现的命题在 90 年代又重

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

复出现。

罗杰·布特尔（Roger Bootle）在 1998 年出版的《通货膨胀的终结》（*The Death of Inflation*）一书中认为，“有计划的资本主义”和强大的工会所引起的螺旋式的“通货膨胀时代”将要走向终结。在“有计划的资本主义”中，“价格不是由个体之间的供求关系决定的，而是人为制定的”。布特尔宣称，我们现在正在进入“零通胀时代”，这是由资本主义全球化、私有化和工会的衰退促成的，所有这些都使价格不可能再由某个委员会来制定。[31]

史蒂文·韦伯（Steven Weber）于 1997 年在公共政策刊物《外交》（*Foreign Affairs*）上发表《商业循环的终结》（The End of the Business Cycle）一文，该文指出：现在的宏观经济风险是比较低的，“技术变革、意识形态、就业和金融方面的挑战，同生产和消费的全球化一道，减少了工业化世界中经济活动的易变性。由于实证和理论两方面的原因，发达工业经济体中商业循环的浪潮也许正在缩减成涟漪”。韦伯提出了大量有理有据的论证。例如，他注意到经济正日益为服务业所主导，这与 30 年前有了很大区别；他也指出，服务业的就业状况总是比工业生产部门更稳定。[32]

并购和重组——用于描述 80 年代所谓管理革命的术语——在当时被认为是 1982 年之后利润增长的重要原因。关于它们现在仍然是经济增长重要推动力的观点，在许多人心目中挥之不去。不过也有对管理革命持怀疑态度的，这一点在一部连环漫画《呆伯特》（*Dilbert*）中得到了反映，它主要刻画了新时代经济中微妙的劳资矛盾。

劳动生产率统计数据的增长在 20 世纪 90 年代末的美国造成了一种收益增加的深刻印象。在许多人看来，这实际上证实了互联网和其他高技术产业对经济发展的作用，并可以由此作出股市走强的判断。然而，20 世纪 90 年代末生产力的高增长部分归结为统计数据错误。劳工统计局修正了 1998—
120 2000 年的增长数字，因为就在股市繁荣后的 2001 年数据明显变小了。[33]而且，即使生产力增长的数据在某种程度上是对的，人们从中解读出了太多的含义。这些数据成了歌颂互联网的依据，事实上，生产力的增长与初出茅庐的互联网毫不相关，而且它也不是影响总体经济的重要因素。即使撇开这些不谈，人们也没有意识到生产力增长和股市真实收益之间的联系有多么微弱。[34]生产力增长并不能作为股市会有更好表现的理由，但是 20 世纪 90 年代报道的生产力增长却被作为评判和解释引人入胜的股市上扬的基础，这值得股市投资者和新闻媒体深思。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

应该注意的是，与以前股价高涨的时期相比，90 年代的媒体并不总是倾向于强调新时代。1901 年和 1929 年都曾出现过的那种滔滔不绝、令人窒息的乐观主义情绪，没有在 90 年代找到。尽管 90 年代也有大量媒体表现出乐观，但那更多的是一种背景推测，而不是大胆断言。媒体似乎发生了转变，乐观主义的夸张报道已经没有了。许多作家似乎比以前更加关注股票市场定价过高以及过度投机。事实上，90 年代中后期的许多媒体报道集中在投资者对于股市的疯狂追逐上。例如，1996 年 4 月《财富》(*Fortune*) 上的一篇文章写道：记者们在街上随机地拦截采访过往行人，询问他们对股市的看法，包括警察、律师、广告栏木工和健康俱乐部的身份证件检查员，所有这些人都兴高采烈地推荐了股票。他们找不到擦皮鞋的男孩，否则，经济发展就会成为伯纳德·巴鲁克 (Bernard Baruch) 在 1929 年大危机之前经历的再现。巴鲁克说，他曾经从擦皮鞋的男孩那里得到了对股票的建议，并且以此作为市场过度投机的信号。[35] 同时，以《赌博者太多：这是一个老规则不再适用的市场吗?》(Gamblers High: Is This a Market Where Yesterday's Yardsticks Don't Apply?)、《华尔街的郁金香疯狂时代》(It is Tulip Time on Wall Street) 或者《对最后的熊市说再见吧》(Say Goodbye to the Last Bear) 等为题的文章比比皆是。股市繁荣可能是投机性泡沫无疑在 90 年代被刻在读者的脑海里。但市场证据表明，公众在 90 年代对这种可能性只表现出平和的关注，新时代思想仍然占据主导地位。

◉ 房地产市场繁荣中的新时代思想

房地产市场在新时代思想的推动下走向繁荣，它同股票市场的繁荣几乎如出一辙。在某种意义上，股价自我膨胀的反馈机制可能是房地产市场繁荣的原动力，但是新时代思想也起到了同样的作用，至少表面看来构成了反馈机制的一部分。正如我们前面所提到的，出现在大国中的全国性繁荣似乎还是一个新生事物，但是以往已经存在许多地区性房地产市场繁荣的例子，它们也是自身地区性新时代的事件。

一个覆盖了加州整个区域的房地产繁荣发生在 19 世纪 80 年代，并于 121
1887 年达到顶峰。这一繁荣最初发生在洛杉矶、圣迭戈和圣巴巴拉，但那时那里的人口还比较稀少，对整个美国而言无足轻重。这一繁荣似乎与同时期铁路的迅速拓展相关，铁路使得到达这片土地变得容易得多。这一繁荣的形成很显然受到了圣达菲 (Santa Fe) 与太平洋联合 (Union Pacific) 铁路公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

之间价格战的影响，它使得到达或离开南加州变得非常便宜。铁路公司也希望能够收回它们在轨道上的投资，因此招募了大批移民开发商，通过宣传南加州地区宜人的气候和美好的未来吸引人们移民到该地区。他们最终成功了。“洛杉矶已经成为一个充斥着移民、业余艺术家和自由职业者的拥挤而热闹的城市，旅馆挤满了旅客，价格飞涨到天文数字，这片南加州的土地上到处——街道上、出版社、住宅区和俱乐部——都是忙忙碌碌的。”[36]繁荣之后便是1888—1889年房地产价格的崩溃：一直谈论土地和气候的人们开始强烈地抱怨南加州的经济缺乏坚实的工业基础。当人们回想起原先疯狂的购买行为时，才意识到应该更加理性地分析土地的真实价值[37]即使在100多年后，20世纪80年代的繁荣事件仍在提醒我们，人们有理由为正在逐渐减少的可利用土地而担忧。唯一的区别就在于，那时的故事还没有蔓延到整个美国。加州在那时已经有预留土地的考虑了，然而，显然没有一个人会想到这一繁荣会扩展到全国范围内。

20世纪初，另一次显著的地区性住宅价格泡沫发生在佛罗里达州，尤其是在迈阿密地区，那里的房价在1925年达到顶峰。这似乎是受到了新时代故事的推动，人们在第一次世界大战后拥有了新的财富和飞驰的汽车，于是他们发现可以去佛罗里达度过冬季，那里的土地销售开始加速，因为相信这一故事的人们开始意识到购买的紧迫性。另一个刺激泡沫膨胀的因素是佛罗里达州修正法案取消了收入和遗产税，鼓励富有的退休人员迁移到佛罗里达。对于爱好娱乐的人来说，有如此多地下酒吧和赌博场所的佛罗里达式生活也构成了强大的吸引力。许多名人甚至包括一些海盗头目正在该地区建造他们的家园，这些事给房地产市场的繁荣增添了一些新闻报道的价值，当然还有可信度。这一故事以“临时契约男孩”而闻名，他们说服遍布全国的房屋购买者支付一笔契约费去购买佛罗里达的土地，然后他们设法卖掉这些契约。这个泡沫在1926年一场飓风后突然终结了，因为飓风提醒人们注意佛
122 罗里达的风险。就在全国性的报纸转向这一泡沫并且复述易受骗的人们购买土地的故事时，记者们自己也不知道这些土地毫无用处，有些甚至在水下。[38]

同19世纪80年代南加州地区的土地繁荣一样，1925年佛罗里达的繁荣本质上也是地区性的。二者都有真诚而疯狂的人们，但它们没有，也不可能扩展到整个国家。

在20世纪接下来的10年里，我们在美国和其他一些国家看到了房地产市场更为繁荣的景象，这些繁荣都覆盖了相应国家相当大的一部分区域，开

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

始影响国家的房地产价格指数。这种变化的原因很难观察到。在 20 世纪最后的 10 年里，这种繁荣似乎已经扩展到了更为广泛的地理范围，并且涉及更多的心理因素、政治问题，以及该地区的经济基础。

在美国，有两次重要的区域性房地产价格繁荣，它们的影响达到足以影响国家房地产价格指数的程度，这一关系绘制在图 2.1 中。其中的一次是 1975—1980 年加州的房地产繁荣，另一次是 1984—1988 年美国东北部地区的房地产繁荣，后一次繁荣一直延续到 1986—1989 年加州的又一次繁荣。

在 20 世纪 80 年代中期房地产价格下降之前，整个加州地区经过通胀调整的实际住宅价格在 1975—1980 年间上升了 60%。[39]驱动繁荣的一个因素是对加州地区环境保护给予超前关注的政治运动的出现，它创造了更为严格的区域法和建房约束条件，但是，大致从 20 世纪 60 年代开始，加州居民决定集体解决这一问题。实施的效果是加大了建造新房屋的难度，使加州地区在 20 世纪 70 年代前后成为最难建造房屋的地区之一。[40]这一政治变动限制了新房的供给，使得曾经用以阻止价格上涨的安全阀变得不再有效。这一点被一些批评家视为富人对穷人、有房者对无房者的胜利。这一胜利受到广泛赞誉，直接推动了已有房屋价值的上升。

另一个刺激泡沫产生的因素是所谓的第 13 条减税建议，1978 年 6 月，财产税被削减了一半多，而且法院还保证该税收将维持在较低的水平。这是又一场通过削减税收增加财产价值的政治运动。尽管存在着对于建立在政治目标基础上的减税后果的严厉警告，选民们仍然采纳了第 13 条建议；这一事实被看做新经济时代的先兆。

当现有的个人财产权受到更加有力的保护，以及一个人认为自己的房地产投资将变得更有价值时，放大的分区制标准和第 13 条建议都被视为新时代的信号。

至今仍有人疑惑 20 世纪 70 年代加州地区的地产繁荣为什么会发生，要知道抵押贷款利率那时达到创纪录的新高，比房屋价格迅速增长的 1978 年还要高 10%。如此高的抵押贷款利率看起来似乎抑制了泡沫的膨胀，因为这意味着，如果要购买高档住宅，将不得不承担非常高昂的贷款支出。如果一个人在 1978 年购买一座相当于其 4 年收入的住宅，在上述利率下单利息支出就将占到其收入的 40%，这对于大多数家庭来说都是一个难以承受的开支。然而这一繁荣最终反驳了房地产繁荣会被高利率打断的观点。 123

关于这一切何以会发生，在 20 世纪 70 年代的解释之一是，为高利率所困扰的房屋产权所有者通过政治运动来挑战低利率情形下房屋贷款的“销售

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

终止”条款，他们因此能免于支付高额的利率。[41]在整个 20 世纪 70 年代的繁荣以及最后的数年中，有保障的贷款保护了房地产市场免受高利率的影响。而且，20 世纪 70 年代末是一个被很多新的金融机构称为“创新性融资”出现并繁荣的时期。[42]

结果是美国第一次产生了足以影响全国房地产价格的地区性房地产繁荣，直至 20 世纪 80 年代初的经济衰退。

另一次房屋价格膨胀于 20 世纪 80 年代中期出现在美国东北部地区，尤其是波士顿地区。仅仅在 1985 年，波士顿大区的房屋价格就上涨了 38%，很难解释其原因。在 1986 年的研究中，卡尔·凯斯回顾了可能推动波士顿房地产价格的所有基本面因素，得出的结论是，波士顿近年来并没有重大变动因素：“当经济比较健康而收入正在持续增长时，市场‘基本面’似乎并不能对 1983 年以来波士顿地区房地产价格极为迅速的增长提供充分的解释。”[43]

低利率通常被媒体列举为对已经形成的繁荣的回应。的确，利率在 20 世纪 80 年代晚期比初期要低。但是低利率并不能直接解释波士顿地区的繁荣，因为金融市场上的低利率是全国性的，而此时的房地产价格飞涨主要在波士顿地区；90 年代中期波士顿房地产价格下降时，抵押贷款利率比 80 年代飞涨期还低。因此，利率不是很好的解释因素。

20 世纪 80 年代中期波士顿地区房地产市场的显著繁荣也同样与一个新
124 时代故事相关，但这一次并不是一个突然出现的故事。20 世纪 80 年代中期的波士顿的确已成为高技术企业的采集地，但是它显然不能一直充当这样的角色达数十年。

表面看来，波士顿作为高技术中心的“故事”，似乎是口口相传的。但在个人电脑已成为每个办公桌的必备用品的时代，电脑革命也加速了任何与电脑相关的故事的传播。王安实验室（Wang Laboratories）、数字设备公司（Digital Equipment Company）、通用数据公司（Data General Corporation）和莲花公司（Lotus Corporation）使波士顿成为一个世界级的计算机中心。[44]

1985 年，当地人看到了位于东剑桥（East Cambridge）的庞大的新莲花公司总部的建造，以及 128 国道沿线的房屋建造的一派繁荣。波士顿将成为位于加州的硅谷的竞争对手的说法开始传播，而且波士顿甚至有可能击败硅谷。一位波士顿观察家在 1985 年写道：“波士顿有悠久的历史和能够塑造人们世界观的文化积淀。然而硅谷成其为硅谷之前除了果园外一无所有。”[45]在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当地，外地人经济上的成功开始被称为“马萨诸塞奇迹”，这一故事引起了广泛的共鸣。马萨诸塞州州长麦克尔·杜卡奇思（Michael Dukakis）试图为此繁荣作出贡献，并在 1988 年被民主党提名为总统候选人。

20 世纪过去数十年一直是拥有高技能和良好教育背景人口的城市迅速增加的时代。[46]20 世纪 80 年代造就波士顿地区繁荣的因素确实对城市的基本价值产生了持续的影响，但对这次繁荣产生的反馈明显抬高了基本价值，导致了 90 年代房屋价格的回落。

20 世纪 80 年代波士顿地区的繁荣并不仅仅局限于波士顿，而且涵盖了整个美国东北部地区，事实上，它已远远超越了美国的边界，因为类似的繁荣还出现在远离波士顿的伦敦，以及整个世界的其他城市。推动波士顿的新时代故事与一种观点相联系，这种观点认为，一个拥有受过良好教育和深厚文化积淀的人口的城市在当今的世界会拥有一个美好的未来。

我们已经在第 3 章中提到，许多因素促成了 20 世纪 90 年代房地产市场的繁荣，其中的一些可以被归为“新时代”理论一类。我们也注意到了另一种新时代理论，它与当前人们对旅游和第二家园的特别偏好密切相关，这可以解释从 2000 年开始的世界许多地区房屋价格的迅速上升。

人们普遍认为，互联网、无线电话、移动办公的出现使正在工作的人到偏远、美丽的地方旅行变得更为容易，且能同时继续他们的工作。人们也普遍认为，当“生育高峰”时出生的一代人在 2008 年左右开始退休时，他们将会从目前所在城市迁往一些美丽的地方。有时还出现这样的说法，随着生活水平的持续提高，越来越多的新生富人将会选择购买那些天然稀缺的优美居所，如海洋沿岸和大山之巅。但是这些财产的供给不会增加。通过建造越来越高的建筑来炫耀自己的财富正变得日益落伍，自然，美丽的住宅在未来将比那些庞然大物显得更有吸引力。 125

对于这些与第二家园有关的新时代故事来说，似乎还存在某种真实的成因。但是回顾 20 世纪 20 年代佛罗里达土地泡沫的故事，这些故事现在可能流传得更为广泛，因为正在推动房屋价格上涨的反馈增加了这些故事的感染力。在今天与旅游和第二家园有关的新时代故事和 20 世纪 20 年代佛罗里达泡沫之间存在一些令人不安的相似性。例如，在 1925 年的佛罗里达，繁荣被认为是由汽车的出现推动的，而现在第二家园的繁荣被认为是互联网的出现推动的。在这两个事件中，退休人员的激增都成了推动市场的支撑力量。

这种担心是合理的，今天的市场对这些故事反应过度，在某些方面我们正处在第二次房地产泡沫的边缘，房地产价格的再一次下降将在未来到来，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就像 1925 年后发生在佛罗里达的那样，数十年的攀升将就此中断。

◉ 新时代的终结

尽管投机性泡沫往往意味着股市最终可能暴跌，但是与之相伴的新时代思想并不会突然终结。因为股价基本上是在买卖股票的投资者的头脑中形成的，这么多的投资者不可能同时对长期判断作出突发性的改变。

今天的人们只记得 1929 年的股市狂跌是在一两天之内发生的。事实上，在停止下跌之后，市场于 1930 年初就收复了全部失地。1929 年的重要性不仅在于 10 月份中有一天股市下跌了，而在于那一年代表了终结的开始：在接下来的三年中，股市丧失了在整个 20 年代中价格持续上涨所取得的所有收益。其他的股市下跌也是如此，一天的事件并不占据显著的地位，它只是作为股市内部弊病的一种标志。

第 1 章中提到，1901 年股市上涨，紧随其后并未发生剧烈的价格下跌，而是价格缓慢上涨；并且大约 20 年之后，市场才失去了在 1901 年时所拥有
126 的大部分实际价值。这种变化经历的时间如此之长，以至于具有了整个时代的特征，因此，在各种媒体中都很难发现与之有关的评论。

如果我们看看 1920—1921 年的情况，就会发现这时股市的实际价值下降到了 1901 年以来的最低点。这一时期的多数评论都将注意力集中在 1920—1921 年的经济衰退上，这次衰退异常严重。新闻报道集中于商人们新近蒙受的损失和消失的财富。利益共同体有利于稳定股价的观念被农民和承运人对铁路的敌视，以及消费者要求降价的呼声所取代。战争结束之后，政府订单的减少暴露了当时商业发展中的诸多问题。战后紧张的国际形势也是美国经济发展的不利因素之一。同时，做空者（short seller）和猎熊者（bear raider）的行为都对股票市场产生了不利影响。

有证据表明，1921 年的投资者已经学会了不再受夸张的宣传和论断的影响。在 1921 年的《星期六晚邮报》（*Saturday Evening Post*）上，艾伯特·阿特伍德（Albert Atwood）的一篇文章将高度投机的价格描述成过去的事物，并援引一位股票经纪人的话说："过去几年的增长既不像 1900 年和 1901 年时的繁荣那么离奇，也不令人吃惊。"

贯穿这一时期报道的另一主题是，市场心理发生了一些奇妙的变化，变得非常消极。阿特伍德援引了一位银行家在 1921 年的讲话："整个世界都联合起来降低价格，当整个世界都下定了决心，并且每个人都抱着同样的想法

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

决定降价时，就没有什么能阻挡这种趋势了。”[47]

1929 年新时代思想迅速终结，并且与随后发生的大萧条直接相连。美国进入了前所未有的最严重的衰退，到 1932 年时已经有充分的证据表明新时代已经结束了。曾经为美好的经济前景大唱赞歌的乐观主义者哑口无言了，因为事实与预测大相径庭，仅靠原有理论的简单调整是难以解释这种现象的。经济预测家也表现出对未来的极度不确定性，消费者行为观察家则声称，消费者需求的不确定性阻碍了需求增长。[48]

在 20 世纪 30 年代的大萧条中，经济学家对经济制度是否正在衰亡给予了广泛的关注。1939 年，芝加哥大学经济学教授奥斯卡·兰格（Oscar Lange）在《美国经济评论》（*American Economic Review*）上撰文说道：“人们普遍认为美国经济已经失去了扩张势头，并或多或少地进入了长期停滞的阶段。”[49]

资本主义的失败迎来了共产主义在美国的鼎盛时期。共产主义在许多人看来成为了未来的发展主流，甚至是必然趋势。20 世纪 30 年代许多最优秀的学者都表现出对共产主义的公开同情，包括肯尼思·伯克（Kenneth Burke）、埃思肯·考德威尔（Erskine Caldwell）、罗伯特·坎特韦尔（Robert Cantwell）、杰克·康罗伊（Jack Conroy）、爱德华·达尔伯格（Edward Dahlberg）、约翰·多斯·帕索斯（John Dos Passos）、詹姆斯·法雷尔（James Farrell）、兰斯顿·休斯（Langston Hughes）和威廉·萨罗杨（William Saroyan）。[50] 127

另外一个关于毫无控制的资本主义失败的例子是国外风起云涌的极端政治运动。纳粹的出现表明的是 1929 年资本主义大萧条之后人们心中的绝望，德国公民思想的急速变化也证明了公众意愿是多么容易改变。

新时代思想在 1965 年年底突然与一种夸大了的恐惧联系在一起，包括世界人口增长的后果、自然资源的枯竭、高通货膨胀率的出现。这些恐惧抑制了股价的进一步上扬，刺激了商品价格上涨。

此外，整个 60 年代，通货膨胀的恐惧又被重新点燃。肯尼迪政府曾经宣称，他们能够在不引起通货膨胀的同时，通过高压经济政策来降低失业率，但是他们并没有做到。事实上，美国进入了高通货膨胀和高失业率的“滞胀”状态。1974 年，曾经担任肯尼迪总统经济顾问委员会成员并且后来成为主席的亚瑟·奥肯（Arthur Okun）将高压经济政策的尝试称为“现代经济分析中最惨重的失败之一”。通货膨胀被认为是阻碍经济增长的重要因素。联邦储备委员会主席亚瑟·伯恩斯（Arthur Burns）说：“据我所知，没

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有哪个国家能在通货膨胀失控时维持经济繁荣。”[51]虽然这一论断没有经济理论分析的支持，但却被公众广泛接受。[52]

人口数量的恐慌在20世纪60年代早期突然出现。有学者以“人口爆炸”等为关键词，基于《洛杉矶时报》（*Los Angeles Times*）、《纽约时报》和《华盛顿邮报》的历史数据库，对这一历史时期的文章进行了检索。研究表明，1945—1949年没有相关文章，1950—1954年有1篇文章，1955—1959年有169篇文章，1960—1964年有1 319篇。保罗·厄里斯（Paul Ehrlich）在其1968年的《人口爆炸》（*The Population Bomb*）一书中预测，涉及关键词“人口爆炸”的文章在20世纪60年代初达到顶峰后，随后将逐步下降。果然，1985—1986年，相关的文章数量下降到了177篇。

到80年代早期，人们普遍感到美国正在将其经济霸主地位拱手让与日本。《今日美国》（*USA Today*）上一篇名为《日本正在怎样接管我们的市
128 场》（How Japan Is Taking Over Our Markets）的文章，引用了一位专家的话：“唯一的问题在于，历史上没有哪种工业——不管是汽车、钢铁、滚珠轴承、电视，还是摩托车——能够抵挡来自日本的猛烈攻势。”在当时看来，日本在高技术领域特别强大。

20世纪70年代，一场自30年代以来最为严重的经济衰退曾经中断了加利福尼亚房地产市场的繁荣。1980年和1981—1982年美国接连发生了两次严重的经济衰退，这两次衰退导致了加州住宅实际价格的小幅下挫，并且导致市场转向一个相对低迷的时期，直到20世纪80年代后期市场才重新走向繁荣。这是一个投机性繁荣经历短暂调整，在几年后以更大的势头持续的实例。80年代早期的这两次极其相似的衰退以及由此引起的房地产价格的下跌在总体上并没用阻碍情势的发展和第一次房地产泡沫的形成。事实上，在20世纪80年代自由市场和减税政策的推动者，加利福尼亚州州长罗纳德·里根当选美国总统，并且很多加利福尼亚人确信加州是世界经济的领头羊。

另一场经济衰退发生在1990—1991年，它宣告20世纪80年代房地产市场的繁荣走到尽头。这一时期的价格下降是非常严重的，在1989年末达到顶峰后，洛杉矶的实际住宅价格大幅下降。到1997年住宅价格已经下降了41%。不过，没有明显的证据表明这次衰退中断了房地产市场的繁荣。波士顿的价格早在1988年就开始下降了，比经济衰退的到来要早两年；洛杉矶的价格下降始于衰退开始前的1990年，并且在经济衰退结束后还持续了很长时间才停止。

为什么股市的表现与房地产市场不尽相同，这是任何解释2000年股市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

泡沫结束的人都不得不面对的问题，后者在股市大幅下挫了后仍繁荣了好几年。

2001 年经济的衰退部分归因于石油价格冲击以及由此引起的衰退，这当然会影响股票市场，但却不会波及到房地产市场。2000—2001 年间，美国唯一出现房屋价格回落的大城市倒是那些临近高新技术中心——硅谷的城市，如圣何塞和旧金山。

作为一个历史问题，2000 年后的绩优股是网络概念或者门户网站的股票。它们的股价在 2000 年 3 月的急转直下非常突然。道琼斯指数在 2000 年 3 月 9 日达到前所未有的高峰；到 4 月 14 日为止，仅仅一个月多一点的时间内却损失了一半的市值。[53]在那一个月的时间里究竟发生了什么？除了价格本身的持续下跌之外，没有任何重大的事件发生，也没有任何有说服力的理由能够在如此短的时间里将人们对股票的未来预期降低一半。 *129*

2000 年 4 月 29 日《金融时报》(*Financial Times*) 上的一篇文章给出了一种解释："人们开始意识到基本面分析仍然是对的，追加对于网络股的投资只是一个空洞的暗示。"[54]这篇文章本身只是一种共识，而非一个具体的新故事。对于网络股的强烈偏好突然显得非常愚蠢，事实上成了令人痛苦的狂热，这基本上反映了公众心理的变化。

伴随着公众观念转变的是大量的评论。来自 Lexis - Nexis 数据库的大量新证据显示，报纸上网络股的故事数量到 1999 年底已经开始急速增加了。它们通常报道公众初始投资的巨大成功，但报道中也有怀疑的观点。到 2000 年年初，含有关键词"网络"和"股票"的大量故事增加到每周1 000条，这一数量在 2000 年 4 月 16 日的那一周达到顶峰，高达1 400条之多。经过这段媒体关注的扩散期之后，含有这两个关键词的故事数量开始逐渐衰减，其半衰期大致为一年。

这些发生在股市转折点的故事在当时显得尤为重要。杰里米·J·西格尔 (Jeremy J. Siegel) 2000 年 3 月 14 日在《华尔街日报》上发表了一篇题为《大盘股是一个越陷越深的赌博》(Big-cap Tech Stocks Are a Sucker Bet) 的文章，这篇文章表明大盘股的市盈率已超过 100。西格尔在这篇文章中宣称，历史表明，"任何大盘股的失败都曾经发生在市盈率接近 100 的时候"。这一判断后来被经常引用。

当时的另一篇文章包括一个网络公司的排名，这些公司在未来的几个月里逐渐失去了财富，直到最后烧掉所有的钞票，这一现象被维拉夫拜 (Willoughby) 称为"燃烧的市场"。[55]维拉夫拜关于网络公司排名的文章会使这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

些公司的问题马上变得生动而清晰起来，并且具有非同寻常的引用价值。他的文章是一个炸弹，使得那些原先持有怀疑论的投资者转向清算出场。

我们考察了出现在市场巅峰时期的报纸文章和其他媒体关于股市的预警文章。比如，在 2000 年 2 月底到 2000 年 4 月初的一段时间里，市场达到巅峰时出现了大量的报道，如保罗·克鲁格曼在《纽约时报》、戴维·亨利在《今日美国》、约翰·卡西迪在《纽约客》（*New Yorker*）撰写的文章，以及《经济学家》、《新闻周刊》和《商业周刊》上的一些文章。

130 但是这些出版物产生的影响，并不足以中断股市的上升趋势。它们中有影响的一些文章很可能曾经促使公众转变观念，不过，更多的时候它们扮演着汉斯·克里斯汀·安德森小说《皇帝的新装》中无辜孩子的角色。小说中，孩子所说的"皇帝没有穿衣服"只是每个人都交头接耳议论的话题，直到他们注意到别人的反应，才意识到其他所有的人也都抱有同样的怀疑。[56]在那种情形下，公众对这些出版物的兴趣很可能成为反馈机制向下运转的先兆。

此后，股票市场的大幅下跌与公众信心的丧失存在显著的相关性。网络股的整体下挫影响了投资者的信心，也成为市场反转的标志。不过，2000 年以后股票市场的衰落并没有影响到房地产市场，这也许是因为对于网络股下跌的反馈机制没有影响到房地产市场。

股票市场的下跌既与 2001 年的经济衰退相关，也与 2000—2001 年度公司利润的下降有关。但是这些并不能看做市场衰落的外因，因为人们并没有将它们视为导致股价回落的反馈机制的一部分。市场的整体性衰退更多地应该被归结为人们心理的自然反馈和纠正过程，而不是某些完全从外部作用于市场的事件。

正如我们在市场跨越顶峰之后的这几年里所看到的，公众对股市和经济的预期逐渐变得悲观。消费信心在 2000 年达到最高点后急剧下降，甚至降到了 10 年前的水平。媒体对于股票投资的相关信息和报道也在减少。虽然从一个较长的历史时期来看，目前市场仍然在高位运行，但是 20 世纪 90 年代的狂热似乎已经非常遥远了。

不过，2000 年以来，公众对股票投资信心的回落却刺激了对房地产需求的增长。在本书的第 3 章、第 4 章中曾经提到，有证据表明，对工作不确定性的担忧激励了人们对不动产的投资，股市的衰退使得人们提高了对不动产投资的预期。多种因素在反馈机制下的共同作用，使得房地产市场仍然可以保持繁荣。但是，这也许并不是一个稳定的状态，当促使房地产市场走向繁

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

荣的反馈机制走到尽头时，我们将面临股票市场和房地产市场泡沫双双破灭的局面。 131

新时代终结之际，人们普遍沉浸在悲观的气氛中。此时，如果一个公众演讲者仍然认为在演讲中赞美美国经济的美好前景是一件好事，那么他的做法将难以令人信服。如果谈论有关经济复苏的例子也许会更加吸引人，毕竟历史上的股市的萧条总会有复苏的时候。不过，即使是作出这种论述的演讲者也无法获得公众广泛的关注，因为市场中弥漫的悲观气氛使得听众无法接受乐观的表述。

【注释】

[1] Dean Foust, "Alan Greenspan's Brave New World," *Business Week*, July 14, 1997, pp. 44 - 50.

[2] Aaron Zitner, "Shhhh, Listen: Could That Be the Ghosts of 29?"; Peter Gosselin, "Dow at 10 000: Don't Laugh Yet," *Boston Globe*, June 22, 1997, p. E1; and Paul Krugman, "How Fast Can the U. S. Economy Grow?" *Harvard Business Review*, 75(1997): 123 - 129.

[3] 关于《新时代经济》的研究产生了 48 篇文章，每篇都含有“股票市场”这个词。

[4] 参见 George Katona, *Psychological Economics* (New York: Elsevier, 1975)。

[5] Alexander Dana Noyes, *Forty Years of American Finance* (New York: G. P. Putnam's Sons, 1909), pp. 300 - 301.

[6] *Boston Post*, January 1, 1901, p. 3.

[7] Thomas Fleming, *Around the Pan with Uncle Hank: His Trip through the Pan American Exposition* (New York: Nutshell, 1901), p. 50.

[8] "A Booming Stock Market: Strength of the Underlying Conditions," *New York Daily Tribune*, April 6, 1901, p. 3.

[9] A. A. Housman, "Reasons for Confidence," *New York Times*, May 26, 1901, p. v.

[10] Allen, *Only Yesterday*, p. 315.

[11] Tracy J. Sutliff, "Revival in All Industries Exceeds Most Sanguine Hopes," *New York Herald Tribune*, January 2, 1925, p. 1.

[12] John Moody, "The New Era in Wall Street," *Atlantic Monthly*, August 1928, p. 260.

[13] Charles Amos Dice, *New Levels in the Stock Market* (New York: McGraw-Hill, 1929), pp. 75 - 183.

[14] Irving Fisher, *The Stock Market Crash—and After* (New York: Macmillan, 1930), pp. 101 - 174.

[15] Craig B. Hazelwood, "Buying Power Termed Basis for Prosperity," *New York Her-*

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

ald Tribune, January 2, 1929, p. 31.

[16] 引自 *Commercial and Financial Chronicle*, March 9, 1929, p. 1444。

[17] "Is 'New Era' Really Here?" *U. S. News and World Report*, May 20, 1955, p. 21.

[18] "The Stock Market: Onward and Upward?" *Newsweek*, December 12, 1955, p. 59.

[19] "The U. S. Prosperity Today," *Time*, November 28, 1955, p. 15.

[20] "The Stock Market: Onward and Upward?" p. 59.

[21] "Why Businessmen Are Optimistic," *U. S. News and World Report*, December 23, 1955, p. 18.

[22] "Is'New Era Really Here?" p. 21.

[23] "The New America," *Newsweek*, December 12, 1955, p. 58.

[24] "Investors Bet on a Kennedy-Sparked Upturn," *Business Week*, February 4, 1961, p. 84; Dean S. Ammer, "Entering the New Economy," *Harvard Business Review* (1967), pp. 3-4.

[25] "Investors Bet on a Kennedy-Sparked Upturn," p. 84; "The Bull Market," *Business Week*, March 18, 1961, p. 142.

[26] "Battling Toward 900," *Business Week*, January 23, 1965, p. 26; "Year of the White Chips?" *Newsweek*, February 1, 1965, p. 57; "On Toward 1 000," *Time*, January 14, 1966, p. 78.

[27] E. S. Browning and Danielle Sessa, "Stocks Pass 10 000 before Slipping Back," *Wall Street Journal*, March 17, 1999, p. C1.

[28] 这是标准普尔综合综合指数的几何平均实际收益。

[29] Michael Mandel, "The Triumph of the New Economy," *Business Week*, December 30, 1996, pp. 68 - 70.

[30] 参见 Michael Bruno and William Easterly, "Inflation Crises and Long-Run Growth," *Journal of Monetary Economics*, 41(1)(1998): 2 - 26。当然要考虑许多有关选择时机的复杂问题：股票市场可能会因一则预测通货膨胀将来可能会更高的新闻而下跌，接着又会随着消费价格指数的上升而逐渐复升。对这类时机问题的思考对大多数公众来说过于专业，因此这一问题可能在公众心中永远都解决不了（或者说，正因为如此，单靠经济学家无疑是不够的）。

[31] Roger Bootle, *The Death of Inflation: Surviving and Thriving in the Zero Era* (London: Nicholas Brealey, 1998), pp. 27, 31.

[32] Steven Weber, "The End of the Business Cycle?" *Foreign Affairs*, 76(4)(1997): 65 -82.

[33] 参见 George Hager, "Productivity Rise Not So Stunning After All?" *USA Today*, August 7, 2001。

[34] 参见 Robert J. Gordon, "U. S. Productivity Growth Since 1879: One Big Wave?" *American Economic Review*, 89(2)(1999): 123 - 128。自 1871 年以来，剔除与经济衰退相关

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的短期生产力改变后的美国生产力似乎已经历了一个大的波动。生产力增长率从 19 世纪末开始逐渐上升，在 20 世纪 50 和 60 年代达到顶峰，然后开始逐渐回落。但股市显然没有经历这种长周期的波动。

[35] "When the Shoeshine Boys Talk Stocks," *Fortune*, April 15, 1996, p. 99; *U. S. News and World Report*, July 14, 1997, p. 57; *Forbes*, May 18, 1998, p. 325; *Fortune*, June 22, 1998, p. 197.

[36] 参见 Glenn S. Dumke, *The Boom of the Eighties in Southern California* (San Marino, Calif.: Huntington Library, 1994), p. 49。

[37] Dumke (ibid., p. 260), who is in turn quoting Cleland, *History of Occidental College*, p. 4.

[38] 参见 Kenneth Ballinger, *Miami Millions: The Dance of the Dollars in the Great Florida Land Boom of 1925* (Miami, Fla.: Franklin Press, 1936)。

[39] 此为扣除消费物价因素的房地产价格。

[40] 参见 William A. Fischel, *Regulatory Takings: Law, Economics and Politics* (Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1995)。

[41] "销售终止"条款是一种当房屋出售时，以该房屋为抵押的贷款需要重新清偿的规定，是为了防止购买者单纯以获取原有的低利率抵押贷款为目的。当加州储蓄贷款协会在 1969 年试图执行这一条款，强制要求两对加州夫妇重新清偿低利率抵押贷款时，遭到了他们的起诉。加州高等法院判决，只有当借款人的信用基础明显削弱时，抵押贷款的"销售终止"条款才具有强制力。(参见 *Tucker v. Lassen Savings & Loan Association*, 1974。) 其他州的法院也支持类似的决定。这使得购买房屋变得非常容易，但另一方面也给抵押贷款的借款人造成了巨大压力，他们开始为推翻这一决定展开斗争。它最终出现在美国高等法院的决定上。(参见 *Fidelity Federal Saving and Loan Association v. de la Cuesta et. al*, 1982。)

[42] 私有房主几年来一直享受到能够减少部分房屋购买价格的"抵用券"的优惠，然而大多数人更希望能够降低抵押贷款利率。以房产作抵押的二手或三手高利率抵押贷款被房产经纪人卖给了富有的投资者，他们中的许多人显然希望通过投资于高收益抵押贷款的方式，在房地产市场繁荣时获利。当房地产市场在 20 世纪 80 年代早期在低迷附近徘徊时，许多私有房主在这些抵押贷款上违约了。

[43] Karl E. Case, "The Market for Single-Family Homes in the Boston Area," *New England Economic Review*, May-June 1986, p. 47.

[44] 经济学家爱德华·格莱赛 (Edward Glaeser) 在他的文章《重生的波士顿：1640—2003 年》(Reinventing Boston: 1640—2003, National Bureau of Economic Research Working Paper No. 10166, 2004) 中宣称，经济生活中已经有一些非常重要的革新取代了原有的东西。他指出，波士顿经历着长期、持续的衰落：20 世纪 20—80 年代，波士顿的人口从占美国总人口的 0.7%下降到 0.25%，它的制造业也被竞争者夺取了。与如此规模的人口下降相伴而来的是老住宅的大量剩余，其中一些住宅的出售价格已经低于当初的建造成本。正如格莱赛所说，当现有的出售价格显著低于其建造成本时，供给几乎对需求的增加没有反应，因此，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价格有可能迅速上升，直到住宅价格与建造成本持平为止。对新的住宅建设的有力回应直到 20 世纪 80 年代才在波士顿出现，随后出现了住宅建设过度和住宅价格回落。也可参见 Karl E. Case and Robert J. Shiller, "A Decade of Boom and Bust in the Prices of Single-Family Homes: Boston and Los Angeles 1983—1993," *New England Economic Review*, March-April 1994, pp. 40 - 51。

[45] 引自 Jonathan Rotenberg, in Steven B. Kaufman, "Boston Mixes High Technology with Its Traditional Economy," *Washington Post*, June 30, 1985, p. G3, col. 4。

[46] 参见 Edward Glaeser and Albert Saiz, "The Rise of the Skilled City," National Bureau of Economic Research Working Paper No. 10191, 2004。

[47] Albert W. Atwood, "Vanished Millions: The Aftermath of a Great Bull Market," *Saturday Evening Post*, September 1921, p. 51.

[48] Christina Romer, "The Great Crash and the Onset of the Great Depression," *Quarterly Journal of Economics*, 105(1990): 597 - 624.

[49] Oscar Lange, "Is the American Economy Contracting?" *American Economic Review*, 29(3)(1939): 503.

[50] 参见 Harvey Klehr, *The Heyday of American Communism: The Depression Decade* (New York: Basic Books, 1984)。

[51] Okun quoted in *Time*, January 14, 1974, p. 61; Burns quoted in *U. S. News and World Report*, June 10, 1974, p. 20.

[52] 参见 Bruno and Easterly, "Inflation Crises."

[53] 参见 John Cassidy, *Dot. con: How America Lost Its Mind and Money in the Internet Era* (New York: Perennial Currents, 2003)。

[54] 引自 Martyn Straw, in Andrew Hill, "Dotcom Fever Fades as Invertors Seek Profits," *Financial Times*, April 29, 2000, p. 11。

[55] 参见 Jack Willoughby, "Burning Up: Warning: Internet Companies Are Running Out of Cash-Fast," *Barrons*, March 20, 2004, pp. 29 - 32。

[56] 参见 Michael Suk-Young Chwe, *Rational Ritual: Culture, Coordination, and Common Knowledge* (Princeton, N. J.: Princeton University Press, 2003)。从更广的角度来看，我们社会中例行的很多仪式都具有使每个人意识到某些东西的终极目的；很多仪式通过这种方式表达了深层次的社会心理暗示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 7 章 新时代与全球泡沫

事实上，许多其他国家和地区也发生过类似于美国股市的大幅波动，这为我们提供了观察的机会，来说明与“新时代”理论相联系的投机性泡沫，事实上是普遍存在的。 132

在本章中，我考察了近期全球范围内最大的股市波动。这当然需要依赖于新闻媒介提供的资料。虽然媒体报道并不总是可靠的，但是这些资料还是能够在一定程度上表明，对美国股市的波动产生重要作用的因素在其他国家和地区也同样重要。正如人们在泡沫存在时所作出的预期一样，这些国家和地区里最大的股价波动均呈现出反转趋势。

◉ 近期内最重大的股市事件

表 7.1 是截至 1999 年，36 个国家和地区单年度实际股价涨幅的前 25 位，表 7.2 是跌幅的前 25 位；表 7.3 是 5 年内实际股价上涨的前 25 位，表 7.4 是下跌的前 25 位。这些表格是在不同国家和地区不同时期的月度数据的基础上制成的，在这 36 个国家和地区中，一半以上的数据起始于 1960 年或更早。[1]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

133 表 7.1 近期 1 年内涨幅最大的股票实际价格指数

国家和地区	涨幅（%）	期间（1 年）	其后 1 年内的价格变化（%）
1 菲律宾	683.4	1985 年 12 月—1986 年 12 月	28.4
2 中国台湾	400.1	1986 年 10 月—1987 年 10 月	65.7
3 委内瑞拉	384.6	1990 年 1 月—1991 年 1 月	33.1
4 秘鲁	360.9	1992 年 8 月—1993 年 8 月	15.8
5 哥伦比亚	271.3	1991 年 1 月—1992 年 1 月	−19.9
6 牙买加	224.5	1992 年 4 月—1993 年 4 月	−59.2
7 智利	199.8	1979 年 1 月—1980 年 1 月	38.9
8 意大利	166.4	1985 年 5 月—1986 年 5 月	−15.7
9 牙买加	163.4	1985 年 8 月—1986 年 8 月	8.7
10 泰国	161.9	1986 年 10 月—1987 年 10 月	−2.6
11 印度	155.5	1991 年 4 月—1992 年 4 月	−50.3
12 意大利	147.3	1980 年 4 月—1981 年 4 月	−32.1
13 奥地利	145.4	1989 年 2 月—1990 年 2 月	−19.8
14 芬兰	128.3	1992 年 9 月—1993 年 9 月	46.3
15 丹麦	122.9	1971 年 4 月—1972 年 4 月	−12.4
16 西班牙	119.8	1985 年 12 月—1986 年 12 月	4.2
17 卢森堡	113.4	1992 年 12 月—1993 年 12 月	−10.8
18 瑞典	111.5	1982 年 8 月—1983 年 8 月	−9.6
19 葡萄牙	103.8	1997 年 4 月—1998 年 4 月	−34.1
20 卢森堡	103.6	1985 年 1 月—1986 年 1 月	2.6
21 中国香港	101.0	1993 年 1 月—1994 年 1 月	−38.5
22 中国香港	99.1	1975 年 2 月—1976 年 2 月	−3.4
23 韩国	98.8	1975 年 2 月—1976 年 2 月	31.9
24 中国香港	98.6	1979 年 11 月—1980 年 11 月	−22.4
25 瑞典	96.6	1977 年 8 月—1978 年 8 月	−50.8

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从世界范围来看，股价的重大变动十分平常，其中许多国家股市的变动幅度甚至比最近美国股价的变动幅度还要大，以至于在这些表格中竟然没有一个来自美国市场的例子。（美国股市是世界上最大的，并且在百分比的计算中存在近似误差。例如，1994 年 4 月—1999 年 4 月间，美国股市 184.8% 的实际涨幅几乎可以进入 5 年内最大价格上涨的行列。此外，1973 年 10 月—1974 年10 月，美国股市 44.1%的实际跌幅也几乎可以进入最大单年度下跌的行列。1932 年 6 月—1933 年 6 月，113.9%的涨幅本应使它有资格列入最大单年度上涨的名单，只不过从大萧条的谷底到开始复苏的这一转变要远早于这些表格包含的时期。）

表 7.2　　近期 1 年内跌幅最大的股票实际价格指数 134

国家和地区	跌幅（%）	期间（1 年）	其后 1 年内的价格变化（%）
1 中国台湾	−74.9	1989 年 10 月—1990 年 10 月	85.1
2 牙买加	−73.8	1993 年 1 月—1994 年 1 月	69.6
3 瑞典	−63.6	1976 年 8 月—1977 年 8 月	96.6
4 英国	−63.3	1973 年 11 月—1974 年 11 月	72.7
5 泰国	−62.8	1997 年 8 月—1998 年 8 月	71.9
6 南非	−62.1	1985 年 7 月—1986 年 7 月	48.9
7 菲律宾	−61.9	1973 年 10 月—1974 年 10 月	−14.1
8 韩国	−61.9	1997 年 6 月—1998 年 6 月	167.0
9 巴基斯坦	−59.5	1990 年 10 月—1991 年 10 月	9.0
10 印度	−58.4	1963 年 11 月—1964 年 11 月	−18.8
11 丹麦	−56.0	1969 年 7 月—1970 年 7 月	−15.3
12 中国香港	−55.5	1997 年 8 月—1998 年 8 月	90.0
13 中国香港	−55.1	1981 年 12 月—1982 年 12 月	7.7
14 挪威	−54.2	1974 年 1 月—1975 年 1 月	39.9
15 西班牙	−54.1	1976 年 10 月—1977 年 10 月	−15.6
16 挪威	−53.6	1974 年 1 月—1975 年 1 月	−2.1
17 澳大利亚	−53.0	1973 年 10 月—1974 年 10 月	33.6
18 法国	−49.0	1973 年 9 月—1974 年 9 月	25.3
19 印度尼西亚	−48.1	1997 年 3 月—1998 年 3 月	−45.1

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续前表

国家和地区	跌幅（%）	期间（1年）	其后1年内的价格变化（%）
20 加拿大	−47.9	1981年6月—1982年6月	69.4
21 芬兰	−47.5	1990年2月—1991年2月	6.3
22 哥伦比亚	−47.1	1980年1月—1981年1月	74.2
23 意大利	−46.1	1974年4月—1975年4月	−31.3
24 挪威	−46.1	1989年12月—1990年12月	68.6
25 丹麦	−45.8	1973年9月—1974年9月	14.7

每一份表格最右边的一栏尽可能地显示出了在股价剧烈变化之后的12个月或5年中所发生的事情。[2] 正如我们所看到的，在接下来的一段时期，各国（地区）的股市是沿着原有方向变化还是发生逆转，各国（地区）的表现并不一致。在本章的最后，我将说明从这些巨大的股价波动中能够知道些什么。

135 **表7.3　　近期5年内涨幅最大的股票实际价格指数**

国家和地区	涨幅（%）	期间（5年）	其后5年内的价格变化（%）
1 菲律宾	1 253.2	1984年11月—1989年11月	43.5
2 秘鲁	743.1	1991年9月—1996年9月	−47.5
3 智利	689.7	1985年3月—1990年3月	104.2
4 牙买加	573.9	1980年12月—1985年12月	38.7
5 韩国	518.3	1984年3月—1989年3月	−36.6
6 墨西哥	501.7	1989年1月—1994年1月	−50.9
7 中国台湾	468.1	1986年5月—1991年5月	−12.7
8 泰国	430.7	1986年5月—1991年5月	17.0
9 哥伦比亚	390.7	1989年4月—1994年4月	−52.0

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续前表

国家和地区	涨幅（%）	期间（5 年）	其后 5 年内的价格变化（%）
10 西班牙	381.9	1982 年 10 月—1987 年 10 月	−33.7
11 印度	346.1	1987 年 4 月—1992 年 4 月	58.4
12 芬兰	336.3	1992 年 9 月—1997 年 9 月	40.3
13 奥地利	331.3	1985 年 1 月—1990 年 1 月	−39.7
14 葡萄牙	329.1	1993 年 4 月—1998 年 4 月	−64.9
15 芬兰	291.0	1982 年 9 月—1987 年 9 月	−55.5
16 牙买加	280.2	1984 年 7 月—1989 年 7 月	10.9
17 日本	275.6	1982 年 8 月—1987 年 8 月	−48.5
18 法国	262.6	1982 年 3 月—1987 年 3 月	10.2
19 芬兰	262.5	1968 年 2 月—1973 年 2 月	−68.2
20 中国香港	261.6	1975 年 1 月—1980 年 1 月	−17.2
21 荷兰	256.6	1993 年 7 月—1998 年 7 月	−54.0
22 挪威	253.1	1982 年 9 月—1987 年 9 月	−18.9
23 挪威	248.4	1992 年 10 月—1997 年 10 月	−38.7
24 瑞典	247.1	1982 年 8 月—1987 年 8 月	−36.9
25 中国香港	230.9	1982 年 10 月—1987 年 10 月	−14.6

◉ 与最大的价格变动相关的事件

与单年度价格变动有关的情况相比，5 年内的相关情况更容易说明问题。5 年时间足以使导致股市涨跌的因素远离公众的视线，这些因素往往已经被当做一种潜在的发展趋势而不是重大事件。表 7.3 中显示的 25 个 5 年内价格上涨中，有 14 个包含了表 7.1 中显示出的单年度价格上涨期，而表 7.4 中显示的 25 个 5 年内价格下跌中，有 11 个包含了表 7.2 中显示出的单年度价格下跌期。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

136 表 7.4　　近期 5 年内跌幅最大的股票实际价格指数

国家和地区	跌幅（%）	期间（5 年）	其后 5 年内的价格变化（%）
1 西班牙	—86.6	1974 年 12 月—1979 年 12 月	0.1
2 牙买加	—85.5	1973 年 1 月—1978 年 7 月	185.2
3 委内瑞拉	—84.9	1977 年 5 月—1982 年 5 月	138.9
4 泰国	—84.0	1994 年 1 月—1999 年 1 月	87.2
5 菲律宾	—83.1	1980 年 2 月—1985 年 2 月	1 000.0
6 意大利	—80.7	1973 年 6 月—1978 年 6 月	72.6
7 巴基斯坦	—78.3	1994 年 2 月—1999 年 2 月	18.2
8 挪威	—77.1	1973 年 7 月—1978 年 7 月	74.1
9 牙买加	—76.9	1993 年 1 月—1998 年 1 月	61.6
10 菲律宾	—76.6	1969 年 9 月—1974 年 9 月	—40.7
11 印度	—74.6	1962 年 8 月—1967 年 8 月	0.7
12 英国	—73.5	1969 年 12 月—1974 年 12 月	81.5
13 南非	—73.4	1981 年 4 月—1986 年 4 月	16.6
14 哥伦比亚	—73.3	1971 年 7 月—1976 年 7 月	—24.8
15 哥伦比亚	—72.7	1979 年 7 月—1984 年 7 月	36.9
16 智利	—72.6	1980 年 6 月—1985 年 6 月	587.9
17 菲律宾	—72.2	1976 年 4 月—1981 年 4 月	24.4
18 芬兰	—71.3	1973 年 10 月—1978 年 10 月	99.0
19 韩国	—68.3	1993 年 6 月—1998 年 6 月	85.6
20 葡萄牙	—67.9	1988 年 1 月—1993 年 1 月	222.6
21 牙买加	—64.2	1969 年 11 月—1974 年 11 月	—68.9
22 韩国	—63.6	1978 年 8 月—1983 年 8 月	375.0
23 意大利	—62.6	1970 年 1 月—1975 年 1 月	—46.1
24 法国	—62.5	1973 年 1 月—1978 年 1 月	5.7
25 意大利	—62.3	1960 年 9 月—1965 年 9 月	—0.5

有理由证明，其中一些单年度价格上涨看来是正常的价格变化。对变化

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



最大的那些年份来说更是如此：在那些年份中一般都发生了不同寻常的事件。但即使这样，市场同样呈现出反应过度的迹象。

表中最大的单年度股价上涨发生在 1985 年 12 月—1986 年 12 月间的菲律宾，其上涨幅度达到了惊人的 683.4%，5 年内最大上涨幅度高达 1 253.2%。1984 年 11 月—1989 年 11 月，这 5 年正好包括了单年度涨幅最大的年份。

1985 年 12 月—1986 年 12 月的一年时间里，费迪南德·马科斯 137
(Ferdinand Marcos) 的政权倒台了，马科斯逃到国外，科拉松·阿基诺 (Corazon Aquino) 领导的新政府接管了政权。在股价上涨之前的一段时间里，政治动荡差点让这个国家变成了又一个越南。马科斯政府谋杀了科拉松·阿基诺的丈夫，并在街头制造示威游行活动。总的来说，这是一段前途未卜的日子。随着新政府的成立，整个国家出现了新的希望："新时代"似乎就在眼前。并且，从表中也可以看出，这种价格变动在接下来的一年或多年里都没有发生逆转。

你也许会认为，1985 年 12 月，也就是股市高涨前夕，菲律宾股市如此之低的价值是一种负泡沫的结果。的确如此，表 7.4 中显示的前 25 位 5 年内股价下跌的国家中，到 1985 年时已有 3 次发生在菲律宾。在令人叹为观止的上涨发生以前，菲律宾股市的确延续着令人沮丧的记录。1985 年以前的报纸都在探讨市盈率为什么会低到只有 4 左右。从这一角度看，我们的表中显示出的最大股价上涨幅度只不过是一系列下跌的反弹罢了。

第二大的单年度上涨（1986 年 10 月—1987 年 10 月）和最大的单年度下跌都发生在中国台湾（1989 年 10 月—1990 年 10 月），台湾也产生了第 7 大的 5 年内上涨，即 1986 年 5 月—1991 年 5 月，和第 27 大的 5 年内下跌，即 1988 年 10 月—1993 年 10 月。

1986 年 10 月—1987 年 10 月是台湾投机性增长最快的一年，当时的乐观情绪是出于一些令人印象深刻的"新时代"因素。出口的增加使经济增长率跃升到两位数，人们普遍认为，由于经济进入了飞速发展的轨道，台湾很快就能生产出电脑芯片等高科技产品。全新的富足景象随处可见：昂贵的进口轿车穿梭于台北的大街小巷，商人们在豪华饭店里一掷千金。即使这样，储蓄率仍然非常高，人们都在准备为未来大量投资。

1987 年秋天，在一系列示威游行之后，台湾当局最终废除了 1949 年以来一直实行的戒严法，并且首次允许成立反对党。同年的晚些时候，即 1987 年 9 月，当局又颁布了两项历史性的宣言：允许外商在台湾建立公司和自

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1949 年以来首次允许台湾人到大陆探亲。

尽管这些因素可能促成台湾经济“新时代”的到来，但在许多观察家眼中，1986—1987 年的台湾股市仍有着过度投机的气氛，交易额急剧增长，
138 1987 年 1—9 月增长了 7 倍，超过了除日本以外其他亚洲市场的总和。[3]市盈率达到了 45，而年初时还仅仅为 16。

当时台湾赌风盛行，不仅在股市如此，在其他方面也有所体现。一种叫做“百家乐”的非法数字游戏在 1986 年还不为人知，但是突然之间就让所有人都着迷了。它非常流行，以至于“在开奖的日子里，工人旷工，农民也不种地”[4]。

在耶鲁的一名台湾学生后来向我透露，1987 年他还是个孩子，当时他妈妈就经常让他到股票交易所去看交易情况，并且回家报告有没有发生重大事件。正是在执行这种使命的时候，他开始确信疯狂投机的确存在。

台湾股市上涨之后并没有立即发生逆转，在上涨最快的那一年之后又继续上涨了一年。但此后的一年，台湾股市的市值下跌了 74.9%，这也就是表中最大的单年度下跌。

第三大的单年度股价上涨幅度是 384.6%，发生于 1990 年 1 月—1991 年 1 月间的委内瑞拉。这一次股价上涨是在 1989 年严重的经济衰退的基础上发生的，在衰退期间经济增长率为－8%，失业率为 10%，通货膨胀率高达 85%。[5]当时伊拉克占领科威特（1990 年 8 月—1991 年 2 月），导致了波斯湾石油供应的中断，国际市场上油价迅速上涨，对委内瑞拉石油的需求量也不断上升。这使委内瑞拉出现了一个突然繁荣期。科威特的经历使投资者们认识到，委内瑞拉可以替代不稳定的海湾地区，成为重要的石油供应者。不过这似乎并不能合理地解释委内瑞拉股市蹿升的原因，因为海湾石油停止供应的可能性在侵略发生以前就已经被估计到了。卡洛斯·安德烈斯·佩雷斯总统（Carlos Andres Perez）警告说：“委内瑞拉人正生活在一个完全人为的经济中”，它仅仅依靠油价上涨为支柱。[6]尽管如此，股市还是蹿升了。股价增长势头在第二年中并未发生改变，但是到 1993 年 1 月，委内瑞拉股市就已经失去了在 1991 年所拥有价值的 60.3%，到 1999 年 1 月失去了 82.0%。

第四大单年度价格上涨幅度为 360.9%，发生在 1992 年 8 月—1993 年 8 月的秘鲁。在 1992 年 4 月股市下跌之后，当时阿尔贝托·藤森（Alberto Fujimori）在同“光明之路”（Shining Path）游击队的长期内战中攫取了独裁权力，解散了国会，中止了宪法。但是 1992 年 9 月“光明之路”领导人被捕，到 1993 年 4 月秘鲁就恢复了民主，结束了长达 14 年导致 2.7 万人丧生

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的游击队暴力。1990年通货膨胀高达7 000%，经济增长率为负值，到1993年时通货膨胀就得到了控制，经济也开始出现正增长。一种奇妙的“新时代”感无疑已经出现。不过一年中股价上涨了4倍又让许多人怀疑这种增长是否有些过热。市场在次年中还略有上升，但随后就出现了小幅下挫。到1999年1月，市场实际水平比1992—1993年间要低，但只低8%。在我们所有的例子中，秘鲁的股市上涨看来最不像投机性泡沫：它是受到了真正正面的、基本面方面事件的影响。 139

1991年4月—1992年4月，印度股市的上涨在表7.1中排在第11位，当时拉吉夫·甘地（Rajiv Gandhi）遇刺，从而结束了尼赫鲁（Nehru）家族38年的统治。甘地的继任者立即任命德里经济学院的一位教授曼莫汉·辛格（Manmohan Singh）为财政部长（后于2004年成为印度首相）。新政府宣布了一项被认为是脱离了社会主义的放松管制计划，国外投资开始进入印度。辛格提出了一项对金融资产免征财产税的预算计划。此前，公司经理们总是尽可能压低股价以避免纳税，而现在他们开始鼓励股价上涨。这份预算计划还减少了对新股价格和上市时间方面的限制。这些改革措施无疑为股市上涨提供了充足的理由，但是许多人都认为这种增长过热了，并且当时的政府也对过度投机提出了警告。这段时期也是许多人尝试操纵股价的时期。在1992年股市达到峰值以后，孟买的一位股票经纪人哈沙德·梅赫塔（Harshad Mehta）制造了一起全国性丑闻。他创造了“旋涡效应”，即买入股票然后压低价格卖给关联机构，再从已经缩小的股票总量中买入，因而推动价格上涨。[7]1992年印度股价的上涨现在被称为“梅赫塔高峰”。而在达到顶峰的第二年市场就下跌了50.3%。

在上述案例中，有一部分是由某个或一系列场外因素促成了真正的新时代的开始，从而导致了股市的大幅波动。即使有人认为市场对这些因素作出了过分的反应，但也很难找到确凿的证据。而在另一部分案例中，股价大幅度的上涨则根本无法归因于实际经济变量的变化或重大历史事件的发生，因此媒体对于这些现象的阐释主要集中于对股市的长期趋势或市场心理的解释。

例如，在1985年5月—1986年5月的意大利股市上涨中，股市实际上升了166.4%。据报道，经济稳定增长，通货膨胀率低，贝蒂诺·克拉克西总理（Bettino Craxi）的政府十分稳定并受到拥戴。但是这些都不能算真正的新闻。一家意大利报纸援引一位分析家的话说：“没有解释……每个人都发了疯，仅此而已。企图理解、阻止或指导都是徒劳的。”[8]伦敦《金融时报》说：“一股狂热席卷了意大利，众多初次投资的小股民们像买彩票一样 140

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

将钱抛入股市。”[9]次年，意大利股市的实际价值下降了15.7%，到1992年9月，股市已失去了它在1986年时实际价值的68.0%。

与此同时，在法国，投资者无缘无故地对股票市场产生了热爱。[10]这使许多观察家大吃一惊，因此，法国股市也凭借1982年3月—1987年3月282.6%的实际上涨幅度而进入了我们的列表。有人认为弗朗索瓦·密特朗(Francois Mitterrand)统治下的法国政府正在偏离其社会主义原则，因此，我们也可以认为当时的情况具有某些“新时代”的特征，然而这种说法似乎并不足以解释此次股市暴涨的原因。相反，即使真有新时代存在的话，在许多观察家看来也仅仅与市场心理有关。也就是说，法国投资者以崭新的热情拥抱自由的股市。在这一充满热情的时代之后到来的是1987年世界范围内的股市暴跌，它也使法国股市受到了打击，不过，其后5年，即1987年3月—1992年3月间股市仍取得了10.2%的增长。并且，法国股市从那时开始呈上升趋势，1992—2000年间，法国实际股价的增长几乎同美国一样显著，当然也一样地令人难以捉摸。[11]

◉ 新时代的终结和金融危机

前一节所描述的大幅股价上涨导致了各种各样的结果，随之而来的往往是大反转。那么究竟是增长本身为其毁灭埋下了种子，还是其他原因导致了增长的终结呢?

牛市的结束经常是由股市中的具体事件引起的，其中较为引人注目的是金融危机，例如银行和汇率危机。因为这些事件通常比股市危机有着更加确定的原因，所以它们就很自然地成为了各方面市场人士和媒体分析的焦点。这使得“新时代”的终结看上去仅仅起源于技术原因，而不是心理或社会原因。

1994年墨西哥危机看起来像是表7.3中第六大的5年内股价显著上涨的后果。这次危机的成因十分复杂。分析家们认为，这是投资者竞相抢购，然后又拒绝接受墨西哥政府的美元短期债券的结果。投资者知道，如果很多人都抛售比索的话，墨西哥政府就没有足够的美元储备来支持汇率。虽然这一认识本身不一定会导致货币贬值，但是如果公众坚信贬值迫在眉睫，那么它就在事实上导致了贬值。当然，贬值本身并不是一件坏事，事实上它还可能是墨西哥经济所需要的推进剂。但是紧接着到来的是投资者不再信任并且拒
141 绝投资新的美元债券。这样由于墨西哥政府无法再出售新债券，也就不能兑

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

付已到期的旧债券。幸运的是，墨西哥政府得到了一项国际贷款的援助，使它最终偿付了债务，经济危机也因此迎刃而解。

然而，请注意——尽管我们已经发现问题的根源与此有关，尽管墨西哥经济危机的持续时间不长，尽管有国际贷款帮助墨西哥解决这一问题——到 1999 年中期，墨西哥股市的市值仍比 1994 年的峰值低 50%。在这段时间，公众对墨西哥股市的态度发生了根本性转变。1994 年危机之前，在萨利纳斯（Salinas）政府的统治下，达成了《北美自由贸易协议》（North American Free Trade Agreement），墨西哥获准加入了经济合作与发展组织（Organization for Economic Cooperation and Development），这本应该给人们带来所谓的“新时代”感觉，使人们对墨西哥的未来充满信心，但在危机之后，市场的悲观气氛使这些因素的影响都烟消云散了。

1997—1998 年的亚洲金融危机也不仅仅是股市的危机，它包含了汇率和银行系统的危机，并且又一次吸引了分析家的注意力。但是，从表 7.3 中可以看出，在这次亚洲金融危机（Asia Financial Crisis）发生之前，出现了许多大幅度的 5 年内股价上涨，并且大大早于汇率和银行系统的危机。日本股价从 1982 年 8 月到 1987 年 8 月上涨了 275.6%，中国香港股价从 1982 年 10 月到 1987 年 10 月上涨了 230.9%，韩国从 1984 年 3 月到 1989 年 3 月上涨了 518.3%，中国台湾从 1986 年 5 月到 1991 年 5 月的涨幅为 468.1%，泰国同期的数字为 430.7%。这些价格上涨大多出现于 1982—1987 年间，因为当时世界经济正从 1981 年的大萧条中复苏。到 1996 年 12 月，所有这些国家和地区的股市已经从高峰降了下来，而那时还未出现亚洲金融危机的迹象。看起来，这些国家和地区中的投机性泡沫的破灭要早于危机的发生，并且也是产生危机的因素之一。然而当危机最终到来时，有关股市和公众信心的情况都只被一带而过，人们的注意力都集中在了汇率、外资突然撤走、银行系统以及通货膨胀和劳动力等问题上。

这些与金融危机有关的情况说明了吸引经济和金融分析家注意力的一些复杂因素，其中每一个都似乎能对事件作出恰当的解释。我们可以对这些因素加以讨论，并将注意力不再放在公众意志上，尽管这种公众意志会反映在股票价格上。其结果是，我们常常忽略了投资者对新闻的过度反应，以及价格进一步上涨的反馈环机制。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

◉ 上涨（下跌）的通常会下跌（上涨）

142 我们无法证明这些事件背后都存在有过度投机的观点。有人认为，从市场上涨时所能获得的证据来看，投资者对于自己的投资行为给出了合理的解释，并且用新时代理论预测未来也并不是毫无道理。不过，我们可以这样来考察这个问题，如果股票价格变动后没有发生逆转，那么就说明确实是实际经济因素的变动导致了股价的变动。相反，此后没有发生新的影响股价的外生因素的变化，而价格上涨之后却发生了逆转，我们就可以证明投资者提出的那些原因都是站不住脚的。

我们表格中的数据确认了由沃纳·德邦特（Werner De Bondt）和理查德·塞勒（Richard H. Thaler）首先得出的结论：赢家股票——如果赢家的地位是由较长的时间段，例如5年来衡量的话——通常都在同样长的下一个时间段中表现不好，输家股票——如果输家的地位是用同样长的时间段来衡量的话——则通常会在同样长的下一个时间段中表现良好。[12]

从表中数据我们发现，表7.3中25个股价上涨的国家和地区中，有17个（68%）在经历了5年大幅度股价上涨后出现了下跌，并且所有17个国家和地区的平均股价下跌了3.9%。[13]同样，表7.4中25个股价下跌的国家和地区中，有20个（80%）在经历了5年大幅度股价下跌后出现了上扬，并且平均上涨了119.7%。因此，我们发现了5年股价在另一个5年中发生逆转的趋势，这一趋势虽然还不完美，但已经具有了重大的价值，对上涨和下跌都是如此。

当表7.1和表7.2中的单年度股价发生变化时，我们发现，这种逆转的趋势并不十分明显，正如过去对单个股价的讨论所预期的那样。在表7.1中25个股价上涨的国家和地区里，有15个（60%）在单年度大幅上涨之后又经历了下跌，变化的方向是在涨跌之间平均分布的，总的平均变化趋势为上涨4.2%。在表7.2中25个股价下跌的国家和地区中，有18个（72%）在单年度大幅下挫之后又经历了上扬，平均股价上扬了36.3%。如果要观察这些极端的股价变化发生逆转的话，12个月的时间还不够。

随着资本流动更加自由，越来越多的跨国投资者通过买入价格偏低的股票或抛出价格偏高的股票来盈利，市场将会变得更加稳定。单个国家和地区
143 的股价先是剧烈上涨而后又出现反转的趋势可能会逐渐减弱。即便如此，这些现象并不会消失。无论现在还是将来，我们都不能忽视大范围投机性泡沫

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



出现的可能性。

在这一部分中，我们探讨了不同历史时期人们对股价变动作出的解释，也看到了证明这些文化因素存在的证据。最终，从这些证据中所能得出的结论还要取决于对人的本性的看法以及人们作出前后一致的独立判断的能力。为了巩固对这一论证的理解，我们将在下一章中转入对心理因素的研究，包括人类独立行为或默许别人行为、同意或不同意、自信或自我怀疑以及专心与不专心的趋势。了解这些趋势将会加深我们对投机性泡沫的认识。

【注释】

[1] 30 个国家和地区的数据来自国际货币基金组织以及国际金融统计。以下国家的数据始于 1957 年 1 月：奥地利、比利时、加拿大、法国、德国、芬兰、印度、意大利、日本、新西兰、挪威、菲律宾、南非、美国及委内瑞拉。其他数据来源相同的国家的数据起始时间如下：巴西，1991 年 8 月；智利，1978 年 11 月；哥伦比亚，1963 年 10 月；丹麦，1969 年 2 月；以色列，1982 年 11 月；牙买加，1969 年 7 月；韩国，1978 年 1 月；卢森堡，1980 年 1 月；墨西哥，1985 年 7 月；巴基斯坦，1960 年 7 月；秘鲁，1989 年 9 月；葡萄牙，1988 年 1 月；西班牙，1961 年 1 月；瑞典，1976 年 1 月；英国，1957 年 12 月。余下六国和地区的数据来自 Datastream 公司，起始时间如下：澳大利亚，1973 年 3 月；中国香港，1974 年 7 月；印度尼西亚，1996 年 1 月；新加坡，1986 年 2 月；中国台湾，1986 年 1 月；泰国，1984 年 1 月。

每个国家或地区的股票月指数除以当月的消费价格指数，就得到实际股票价格指数。实际股票价格指数变化是所示时期内实际指数的最大月变化，其中不包括相隔三年以内的时期，也不包括消费价格指数月涨幅超过 4%的时期，因为在高通货膨胀时期，时间的控制以及消费价格指数的计算往往不准确，会导致股票价格指数虚假的上涨。

表的右边还显示相同时间长度（12 个月或 5 年）内实际股票价格指数百分比的变化，其中每段时期的开始月份在表后注明。例如，从表 7.1 我们可以看出，菲律宾的股票市场自 1985 年 12 月至 1986 年 12 月扣除通货膨胀因素后实际上涨了 683.4%，自 1986 年 12 月至 1987 年 12 月又上涨了 28.4%。又例如，从表 7.4 我们可以看出，西班牙股票市场自 1974 年 12 月至 1979 年 12 月扣除通货膨胀因素后实际下跌了 86.6%，自 1979 年 12 月至 1984 年 12 月又上涨了 0.1%。

[2] 表 7.2 的最右列中，韩国在 1999 年股票价格涨幅很大，按前面的解释，可以置于表 7.1 中，然而该国股价在其后 1 年却一路下跌。

[3] “Casino Times: After 280% Increase This Year, Taiwan's Stock Market May Be Poised for a Plunge,” *Asian Wall Street Journal Weekly*, October 12, 1987.

[4] “Obsessed with Numbers, the Taiwanese Are Forsaking Work, Health and Sanity,” *Asian Wall Street Journal Weekly*, September 14, 1987.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

[5] James Brooke, "Venezuela Isn't Exactly Wild for Another Boom," *New York Times*, September 2, 1990, p. IV. 3.

[6] Eugene Robinson, "As Venezuela Restructures, Even Gas Prices Must Rise," *Toronto Star*, May 21, 1990, p. C6.

[7] "Bonanza for Bombay?" *Far Eastern Economic Review*, May 28, 1992, p. 48.

[8] *La Repubblica*, quoted by Ruth Graber, "Milan Stock Market Has Gone to the Bulls," *Toronto Star*, May 25, 1986, p. F1.

[9] Alan Friedman, "Milan's Bulls Run Wild: Italy's Stock Market Boom," *Financial Times*, March 25, 1986, p. I. 25.

[10] David Marsh, "The New Appetite for Enterprise: The French Bourse," *Financial Times*, July 4, 1984, p. I. 14.

[11] 尽管90年代末期法国牛市表现非凡，但人们对股市的兴趣仍未冲击法国文化，而在美国则不一样。参见 J. Mo, "Despite Exceptional Performance, the Stock Market Does Not Attract the French," *Le Monde*, November 25, 1999, electronic edition。

[12] Werner De Bondt and Richard H. Thaler, "Does the Stock Market Overreact?" *Journal of Finance*, 40(3)(1985): 793 - 805. 参见 John Y. Campbell, Andrew Lo, and Craig Mackinlay, *The Econometrics of Financial Markets* (Princeton, N. J.: Princeton University Press, 1997), pp. 27 - 82, 253 - 289, for a survey of literature on serial correlation of returns。

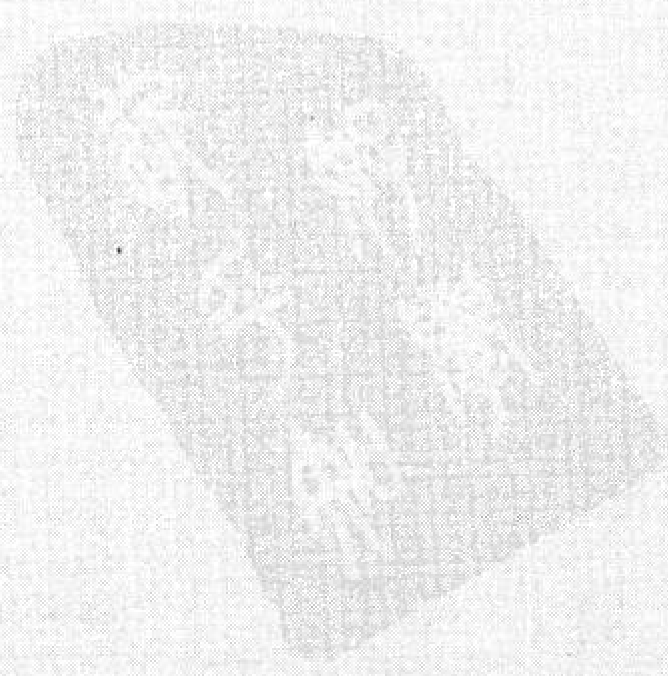
[13] 想要判断价格大幅上涨（下跌）预示着未来的价格上涨还是下跌，我们不妨运用表格中的这些结果。然而，这些结果还不能证明市场的可预测性，因为我们是通过表中所列其后五年的数据来确定市场五年后的情况的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三篇

心理因素





全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 8 章
股市的心理定位

我们已经看到，股票市场的价格并不完全由基本面来决定。人们甚至对股市的“正常”水平一无所知，并没有多少人花时间考虑它应该达到什么水平或者今天的股市是否被高估或低估了。那么，是什么决定了每一天的股市水平？是什么支撑着股市？是什么决定道琼斯工业平均指数是4 000点还是14 000点？是什么最终限制了投机活动的反馈？为什么当股市价格稳定在一个特定区域的时候，会突然发生逆转？我们已经看到了部分答案，但是要理解股市价格运动的基础，我们必须转向心理学方面的研究。 147

在考虑来自心理学的启示时，必须注意，关于投资心理的许多流行报道并不可信。这些报道将投资者们说成在股市繁荣时欣喜若狂，在股市暴跌时诚惶诚恐。总之，在繁荣和萧条时，投资者们的行为被描述成盲目的从众行为。

我们都知道，大多数人在发生金融波动期间要比上述这些报道所显示的更为明智。对大多数投资者来说，金融繁荣或萧条并不像战斗胜利或火山爆发那样煽情。事实上，在最重大的金融事件发生时，多数人都在忙于个人事务而无暇顾及。所以，很难想象市场作为一个整体会反映出上述这些心理学理论所描述的情绪。 148

然而，严谨的心理学研究显示，的确存在一些心理定位模式，这说明股市中的投资者并不是完全理性的。这些行为模式并不是人们无知的结果，而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是人类智慧的产物，它反映了人类智慧的长处和局限。投资者总是努力去做正确的事情，但是当他们无法把握自己行为的准确性时，有限的能力和特定的行为模式就会决定他们的行为。[1]

在此，我们将考虑两种心理定位：数量定位（quantitative anchors），它给出股市应达到的水平，人们以此为标准来衡量股市是定价过高还是过低以及是否应该买进；道德定位（moral anchors），它是促成人们购买股票的原因，由此人们判断购买股票还是将已投入（或能投入）股市的财富转向其他用途。根据数量定位，人们判断股票（或其他资产）定价是否正确。根据道德定位，投资者将投资于股市的情感或直觉力量与他们的财富和当前的消费需求相权衡。

◉ 股市的数量定位

调查问卷的设计者都知道，调查问卷本身总会产生某些暗示，而人们给出的答案往往会受到这些暗示的强烈影响。例如，当人们被问及收入属于哪个数量范围时，答案就受到了给定范围的影响。这些范围也就成为答案的定位。

心理学家已经证明，人们在模棱两可的情况下作出的决定往往会受到身边因素的影响。当你必须作出估计，而又不知道该说什么好时，会选择此时出现在你面前的任何数字。心理学家阿莫斯·特韦尔斯基（Amos Tversky）和丹尼尔·卡尼曼（Daniel Kahneman）在一次幸运轮实验中清晰地证明了这一倾向：在一个很大的轮盘上面有从 1 到 100 的数字，与电视中的轮盘机相似，它转动起来后会随机地停在某一个数字。被测试者需要回答问题，答案是从 1 到 100 之间的一个数字，比较难的问题有“联合国中有多少个非洲国家”等。他们首先要回答，答案是高于还是低于幸运轮刚才产生的数字，然后再说出确切的答案。这一实验表明，答案受到了幸运轮产生的随机数字的深刻影响。例如，如果幸运轮停在 10 处，被测试者回答的非洲国家数量
149 的平均值为 25，但是如果幸运轮停在 65 处，平均值就会变成 45。这一实验特别有趣的地方在于，所有被测试者都清楚地知道，轮盘产生的数字是随机的，并且也不会对测试者产生任何情绪影响。[2]

在判断股票的价格水平时，最可能的数量定位就是记忆中离现在最近的价格，因此数量定位的影响会使得股价日复一日地趋同。其他数量定位还包括过去的股价，这一点也就成为股价发展势头会被逆转的原因之一。另外还

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

包括道琼斯股指在最近达到的顶峰和最近的整体水平，投资者对这种数量定位的使用会有助于解释市场中的一些异常行为。如果人们的注意力转移到过去的某个时点，那么当时的价格变化可能也会成为数量定位。回想一下，在第 5 章中我们曾经提到，1987 年 10 月 19 日的股市在下跌的百分比上与 1929 年 10 月 28—29 日的下跌几乎一致，而 1929 年下跌的情况在 1987 年常常被提及。

对单个股票来说，价格变化往往会以其他股票的价格变化为基准，市盈率也会以其他公司的市盈率为基准。这种联系有助于解释为什么不同的股票会一起涨跌，为什么股票指数会如此多变——为什么已考虑在指数中的股票平均值并不能有效地消除其波动性。[3]它可能也会解释为什么不同行业但总部设在同一国家的企业比同一行业但总部设在不同国家的企业有着更加相似的股价变动趋势，这一点与人们通常认为的行业比总部位置更能影响企业基本面的观点恰恰相反。[4]它也许还能解释，在股票交易所中交易的房地产信托投资基金为什么表现得更像股票，而不遵从商业房地产的价值。[5]金融市场中出现的许多异常现象实际上都是由于人们倾向于把便于参考的数字作为数量定位。

◉ 股市的道德定位

根据道德定位，人们需要在保持投资和消费的需要二者之间作出取舍，这会对股市产生重要影响。如果市场涨幅过大，人们在股市中拥有的财富数 150
量与当前生活水平之间的差异就会使他们不再继续持有股票。我们可以通过一个极端的例子理解这一现象的本质。假设股市水平上涨，使得大多数持股者都成为账面上的百万富翁。那么，除非继续持有每种股票的理由十分强烈，否则大多数人可能会卖掉一些股票来换钱花，使自己过上百万富翁般的生活。当然，由于没有买主，这种出售显然会立即压低股价。从这个例子中，我们可以得出结论，只有在人们认为有充分的理由不去消费新近获得的财富时，股市才会达到非常高的水平。

这种道德定位的根源在于心理学原理，即导致人们行为的大部分想法并不是数量型的，而是以“讲故事”和“找原因”的形式出现的。这就是为什么在道德定位的例子中人们总是将毫无数量基础的故事与所观察到的可用于消费的金融财富数量相比较。这种推理在普通的经济学理论中并未得到解释，但是有大量证据表明，投资者的推理过程的确采取了这种形式。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net
www.55188.com

心理学家南希·彭宁顿（Nancy Pennington）和里德·黑斯蒂（Reid Hastie）研究了陪审员对棘手案件作出裁决的过程，表明了“故事”在决策中的重要性。他们发现了陪审员审理复杂案件的推理方法：构建一个故事，将与案件有关的已知细节整理成连贯的一串事件。在陈述裁决时，他们往往不会谈及数量或概率，也不会总结证据的重要性，而仅仅将案件当做故事来讲述，通常是罗列事件的前后顺序，并且努力证明故事如何严密，内容如何连贯一致。[6]

类似地，那些向公众出售股票的人通常也会讲一个与股票有关的故事，生动地描述企业历史、产品性质以及公众如何使用这种产品。这种叫卖一般不会涉及对数量和概率的讨论，也不从未来分红和收益的角度来讨论目前股价是否处于正常水平。数量因素与人们自然形成的基于叙述的决策过程显得有些格格不入。

虽然不同文化背景的人有不同的表现形式，但是从根本上说，人们都对赌博感兴趣。[7]这种兴趣在投机性市场中也是如此。尽管赌博有着这样那样
151 的害处，但赌博还是能够吸引人，这是因为那种偏爱叙述故事的思维在起作用。如果你听见赌博者的谈话，就会发现他们通常是在讲故事，而不是评价事件发生的概率，而且这些故事中所包含的内容往往比数量概念有着更加实际的意义。赌博者使用的是与概率理论家完全不同的词汇，他们乐于使用“运气”或“幸运日”这些词，而很少使用“概率”或“可能性”这些词。他们认为，在赌博之前出现的一连串事件可能预示着好运气或坏运气，这会直接决定赌博的输赢。他们还会讲许多故事，以证明押上好注的直觉力。这些故事为实际上完全随机的事件增加了特殊含义。[8]

我们注意到，雇员们通常有投资于本企业股票的倾向，即使将投资分散化会更符合其利益。在大规模的退休储蓄计划中，约有1/3的财产投资于公司股票，在一些公司如可口可乐，这一比例达到了90%。[9]这种投资于本公司股票的趋势与投资者受到故事的影响是一致的：他们了解更多的是本公司的故事，因此投资于本公司的股票。

人们似乎也想为决策找到简单的原因，好像他们感觉需要用简单方式向别人或者自己解释这些决策一样。人们需要解释决策的简单原因，就如同人们需要在决策背后有一个故事一样；故事和原因都是能够口头传递给别人的简单推理。

心理学家埃尔德·沙菲尔（Eldar Shafir）、伊塔马尔·西蒙森（Itamar Simonson）和阿莫斯·特韦尔斯基通过实验证明了一种效应的存在，这种效

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

应表明，人们往往试图寻找一些简单的原因来作为决策的理由并因而导致了决策的偏差。他们让测试者在两个选项中作出选择，其中一项是“贫穷”，没有明显的正面或负面特征。另一种选择是“富有”，带有鲜明的正面或负面特征。在这项实验中，要求测试者选择他们要将孩子交给什么样的家长看管。家长 A，也就是“贫穷”的选项，“收入一般，健康一般，工作时间适中，与孩子相处较融洽，社交生活相对稳定”。家长 B，即“富有”的选项，“超过一般水平的收入，与孩子关系紧密，社会生活极其活跃，出差多，健康问题少”。实验证明测试者的选择取决于对他们提问的方式。当被问及愿意选择谁看管孩子时，64%的被试者选择了 B。当被问及不愿意选择谁看管孩子时，另一组测试者中又有 55%的人选择了 B。这两组给出的答案在逻辑上是说不通的，但是都符合人们需要为决策寻找一个牢靠的理由这一现象。心理学家发现，即使在进行纯属个人的不用向别人解释的决定时，这种趋势也会发生作用。[10] 152

持有股票或其他投资的原因不仅可以是实际的，也可以是道义的。我们的文化可能会从道德方面解释为什么要持有股票或其他储蓄手段，持有股票的行为被看成是负责任的、聪明的或正常的表现。《邻家的百万富翁：美国财富的惊人秘密》——1996 年的一本畅销书，那时正值 90 年代股市繁荣期，就宣称美国大多数百万富翁并不是特别能挣钱，只不过是非常善于攒钱罢了。他们也是普通人，只不过他们不会把钱花在每年一辆新车、一幢洋房或其他金钱陷阱上。[11]

这本书不仅仅是对百万富翁的有趣的研究，它还潜移默化地暗示，那些在一生中拥有并不断积累财富的人具有道德上的优越性，因而为节省和投资提供了极具说服力的理由。这本书没有讲到对市盈率的分析，也没有谈及任何具体的投资建议，似乎这些都无关紧要。相反，它谈到了许多成功而又节俭的人的故事，其中许多人都是在最近的牛市中才发达起来的——这些故事细致而生动，很能打动读者的心。人们总是大肆宣扬那些百万富翁不会将财富兑现并用于消费，这恰好为延续当前的牛市提供了不可或缺的道德定位。

◉ 过度自信和直觉判断

在判断这些心理因素对股市的影响时，我们发现人们往往具有走向过度自信的强烈趋势。许多人会在别人认为他不该有信心的那些事情上采取行动。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人们认为他们知道的总是比实际的要多。他们喜欢对自己一无所知的事情表达观点，并在这些观点的指导下采取行动。我们不时能发现身边的一些“万事通”。心理学家仔细研究了这种过度自信的倾向及其普遍的内在含义。

心理学家巴鲁克·菲施霍夫（Baruch Fischhof）、保罗·斯洛维奇（Paul Slovic）和萨拉·利希滕施泰因（Sarah Lichtenstein）指出，如果让人们回答一些简单的事实性问题（例如两本流行杂志中哪一本发行量大，或者死亡的两种常见原因中哪种更经常发生），然后再问他们的答案正确的概率，他们常常会高估答对问题的概率。当人们确定自己正确时，其正确率实际上只有 80%左右。[12]

这一结果成为心理学家们争论的焦点，过度自信现象还没有被证明是普
153 遍存在的。在实验条件下，人们有时可以通过训练摆脱过度自信状态。[13]但是过度自信的一些基本趋势似乎是人类根深蒂固的特征：人们总是倾向于过度自信而不是信心不足。当我采访投资者时，我发现他们存在着明显的过度自信，他们似乎是在表达异常强烈的观点并且匆匆作出总结判断。

长期以来，心理学家们都在探究为什么人们看起来总是过度自信。一种理论认为，在评价其结论的正确性时，人们往往注意到其推理的最后一步是否正确，全然不顾推理中其他部分可能存在错误。[14]另一种理论认为，人们是通过寻找其他已知事物的相似性来判断概率的，但他们忘记了每个事物都有自身的特点。[15]过度自信的原因还可能与事后聪明有关，即人们常以为如果他们当时在场并注意到某事的话，他们在实际情况发生之前就能得知有关情况。[16]事后聪明使人们认为世界实际上很容易预测。

过度自信与投机市场有关的另一因素是异想天开。当谈及人们对投资情况的好坏和自己作投资决定的直觉时，往往是他们内心深处的想法——也就是无须向别人解释的想法。这种被心理学家称为“异想天开”（magical thinking）或“准异想天开”（quasi-magical thinking）的思维模式很可能会发挥作用。人们偶尔会感到某些行动会让他们交好运，即使这些行动实际上对运气并无任何帮助。

人们有时会以一些毫无逻辑的想法为基础，作出一些严肃的决定。人们在一枚还未掷的硬币上所下的赌注要大于在已经掷过但结果还未公布的硬币上所下的赌注。在被问及人们愿意以多少钱转让已持有的彩票时，如果是自己挑的数字，他们说出的价格会高出 4 倍以上。很明显，人们认为在某种程度上他们能影响还未投掷的硬币，也能通过选择数字影响赢得彩票的可能性。[17]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从这些实验结果来看，人们往往会这样想，至少在潜意识里这样想：“如果我买了一种股票，它不久就会上涨”；或者“如果我买了一种股票，别人可能也会买，因为他们的想法和我一样”；或者“我最近手顺，我运气好”。这些想法就是导致投机性泡沫形成的过度自信。

过度自信的另一表现形式是，人们在不确定的情况下，假定将来的模式会与过去相似并寻找熟悉的模式来作出判断，并且不考虑这种模式的原因或 154
者模式重复的概率。人们判断中的这一不正常现象称为代表性启发（representativeness heuristic），这在心理学家特弗斯基和卡尼曼的许多实验中得到了验证。

例如，这些研究者让人们从一张写有人名和个人特征描述的列表中猜测这些人的职业。如果给出的特征是艺术性和敏感，他们就会选择指挥家或雕塑家，而不会猜工人和秘书，完全不考虑从事前两种工作的人极少，因而成为答案的可能性也就很小。[18] 在回答这类问题时，永远不猜指挥家或雕塑家这类职业会更为明智，因为其出现的概率太小。人们都将目光投向最符合特征描述的职业，而全然不顾其出现的概率。[19]

过度自信无论是怎么产生的，都是提高投机市场交易额的根本因素。在没有过度自信的情况下，你会认为金融市场中的交易会非常冷清。如果人们是完全理性的，那么一半的投资者会认为其交易能力处于平均线以下，并因此不愿意同另一半人进行投机交易，因为他们认为，另一半人将会在交易中起支配作用。结果，平均线以上的一半投资者也就没有人来进行交易了，从理想状态上讲，这时也就不会再有出于投机动机的交易了。[20]

即使人们都理智地相信股价是不可预测的，过度自信有时还是会让人以为，他们自己知道市场在什么时候会发生变动。在 1987 年 10 月 19 日股市狂泻之后，我随机地对投资者进行了调查，我问他们：“你认为在 1987 年 10 月 19 日你知道什么时候会发生反弹吗?”在那天购买了股票的个人投资者中，47.1%的人回答说“是”；在机构投资者中，47.9%回答说“是”。也就是说，在那天进行了交易的投资者中，近半数的人知道股市当天会发生什么。我认为这是值得注意的。即使在当天没有交易的所有个人投资者中，也有 29.2%的人对这个问题回答说“是”；在当天没有交易的所有机构投资者中，28.0%回答了“是”。

为什么人们会认为他们知道股市在某一天会发生什么，特别是在这么混乱的一天。传统观点认为，股市具有不可预测性，同时也很难确定准确的股市时间表。然而人们的这种自信同以上两个传统观点是根本对立的，从而可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以看出相当多的人并不总是坚信股市从来不可预测。

这次问卷调查的下一个问题是："如果回答'是'的话，是什么让你认为知道什么时候会发生反弹的呢?"出人意料的是，这些回答都没有牢固的
155 根基。人们提到了"直觉"、"内心想法"、"历史证据和常识"或者"股市心理学"，但很少提到具体的事实或明确的理论，即使在机构投资者中也是如此。

这些有关市场未来前景的直觉性认识对股市狂跌的过程有极其重要的影响，因为正是这些直觉判断形成了阻止股价进一步下跌的基础。要理解投机性泡沫，无论它是正向的还是负向的，我们都必须认识到，人们直觉判断中的过度自信发挥了根本性的作用。

◉ 定位的脆弱性：考虑未来决定的困难

我们这里讨论的定位部分解释了市场日复一日的稳定，但也必须注意到定位偶尔的松弛或突然松弛的可能性。这种松弛会导致股市发生急剧变化。市场不时让人吃惊的原因在于，新闻事件会对人们的推理产生无法预期的作用。

心理学家沙弗和特韦尔斯基描述了一种他们称为非连贯推理过程（non-consequentialist reasoning）的现象，这种推理过程的特点是，人们不能通过得知假设前提事件的发生与否来作出自己的判断。据沙弗和特韦尔斯基说，在事件实际发生之前，人们都无法决定。在玩逻辑游戏（如国际象棋）的时候，我们必须思考未来应付对手时所应作出的决定。人们学会思考，"如果我走这里，她就会走这里或那里，如果她走这里我就没事，但如果她走那里我就会处境困难……"也就是说，人们学会通过某一决定的各种可能性来进行思考。在日常生活中，我们有时也会用在这类游戏中所学到的方式来进行思考。但是现实世界中的决策往往因为情感因素和缺乏确定的目标受到影响，因此，人们并不总能像事先想好的那样行事。

沙弗和特韦尔斯基选择了一个例子来说明这一现象，学生们在知道一次重要考试通过与否之后，决定是否要去夏威夷度假。面临这样一个选择时，学生们都努力寻求对这一选择的感觉。通过了考试的学生会想，"我要把度假作为庆祝和回报"。没有通过考试的学生则会想，"我会把这段假期作为安慰，在考试失败之后恢复情绪"。一些学生无论考试是否通过都将去度假。如果做事有逻辑性的话，那些在两种情况下都会去度假的人应该会在考试之

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前就安排好假期，因为他们知道考试结果与作出的决定无关。但是这些人有时在知道考试结果之前会很难作出选择。在考试之前，他们并不能完全预料 156 到度假的情感动因，因而不能心安理得地将自己与它联系起来。[21]

虽然在这一例子中，人们面临的困难在于确定他们自己将来的感觉，这与国际象棋中的决定问题是不同的，但在现实中有关投资的决定很可能与是否度假的决定一样有诸多感情成分。

因此，新闻故事对股市的影响可能更多地取决于我们对新闻的感觉，而不是我们对它的理性反应。在很多情况下，我们只有在得知新闻之后才能作出决定。心理定位的崩溃之所以如此难以预料，部分原因就在于，人们只有在价格变化之后才能够弄清楚他们自己的感情和意愿。

股市的心理定位与我们意识的最深层次中最奇怪的东西相联系。这种定位时而跳跃，时而蹒跚，最后的结果往往让我们吃惊不已。在本章，我们讨论了解释这种定位的一些心理因素。但是只有当同样的思想进入许多人头脑中时，这种定位才会在整体上对股票市场价格产生作用。在下一章，我们将转而讨论思想的社会基础：从众行为倾向和思想传染。

【注释】

[1] 要查找最近一次更为广泛的针对心理学在金融领域作用的调查，请参见 Hersh Shefrin, *Beyond Greed and Fear: Understanding Behavioral Finance and the Psychology of Investing* (Boston: Harvard Business School Press, 2000)；或 Andrei Shleifer, *Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance* (Oxford: Oxford University Press, 2000)。

[2] 参见 Amos Tversky and Daniel Kahneman, "Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases," *Science*, 185(1974): 1124-1131。

[3] 参见 Robert J. Shiller, "Comovements in Stock Prices and Comovements in Dividends," *Journal of Finance*, 44(1989): 719-729。

[4] 参见 Steven L. Heston and K. Geert Rouwenhorst, "Does Industrial Structure Explain the Benefits of International Diversification?" *Journal of Financial Economics*, 36(1994): 3-27; John M. Griffin and G. Andrew Karolyi, "Another Look at the Role of Industrial Structure of Markets for International Diversification Strategies," *Journal of Financial Economics*, 50(1998): 351-373；以及 Kenneth Froot and Emil Dabora, "How Are Stock Prices Affected by the Location of Trade?" (Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research Working Paper W6572, May 1998)。正如锚定理论说明的，投资者对有共同语言的国家更感兴趣；参见 Mark Grinblatt and Matti Keloharju, "Distance, Language, and Culture Bias: The Role of Investor Sophistication," *Journal of Finance*, 56(3)(2001): 1053-1073。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

[5] 参见 James D. Petersen and Cheng-Ho Hsieh, "Do Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds Explain Returns on REITs?" *Real Estate Economics*, 25 (1997): 321－345。

[6] Nancy Pennington and Reid Hastie, "Reasoning in Explanation-Based Decision Making," *Cognition*, 49(1993): 123－163.

[7] 参见 D. W. Bolen and W. H. Boyd, "Gambling and the Gambler: A Review of Preliminary Findings," *Archives of General Psychiatry*, 18(5)(1968): 617－629。赌博给人带来刺激，使人兴奋，被这种冒险游戏所吸引的人常常是那些喜欢追求感官刺激的人。参见 Marvin Zuckerman, Elizabeth Kolin, Leah Price, and Ina Zoob, "Development of a Sensation-Seeking Scale," *Journal of Consulting Psychology*, 28(6)(1964): 477－482; William F. Straub, "Sensation Seeking among High-and Low-Risk Male Athletes," *Journal of Sports Psychology*, 4(3)(1982): 243－253; and Helen Gilchrist, Robert Povey, Adrian Dickenson, and Rachel Povey, "The Sensation- Seeking Scale: Its Use in a Study of People Choosing Adventure Holidays," *Personality and Individual Differences*, 19(4)(1995): 513－516。

[8] 参见 Gideon Keren, "The Rationality of Gambling: Gamblers' Conceptions of Probability, Chance and Luck," in George Wright and Peter Ayton (eds)., *Subjective Probability* (Chichester, England: John Wiley and Sons, 1994), pp. 485－499。

[9] 参见 Shlomo Benartzi, "Why Do Employees Invest Their Retirement Savings in Company Stock?" unpublished paper, Anderson School, University of California, Los Angeles, 1999。本纳兹发现，员工之所以投资公司股票，是因为被过去 10 年里股票的收益深深吸引。他指出，公司很少为了鼓励员工购买而降低公司股票价格，员工是自愿选择投资公司股票的。因为购买量水平不能预测将来股票的收益，所以投资公司股票并不一定说明员工掌握了有关公司的好消息。

[10] Eldar Shafir, Itamar Simonson, and Amos Tversky, "Reason-Based Choice," *Cognition*, 49(1993): 11－36.

[11] Thomas J. Stanley and William D. Danko, *The Millionaire Next Door: The Surprising Secrets of America's Wealthy* (New York: Pocket Books, 1996).

[12] Baruch Fischhof, Paul Slovic, and Sarah Lichtenstein, "Knowing with Uncertainty: The Appropriateness of Extreme Confidence," *Journal of Experimental Psychology: Human Perception and Performance*, 3(1977): 522－564.

[13] 参见 G. Gigerenzer, "How to Make Cognitive Illusion Disappear: Beyond 'Heuristic and Biases'," *European Review of Social Psychology*, 2(1991): 83－115。

[14] 参见 Gordon W. Pitz, "Subjective Probability Distributions for Imperfectly Known Quantities," in Lee W. Gregg(ed.), *Knowledge and Cognition* (Potomac, Md.: Lawrence Erlbaum Associates, 1975), pp. 29－41。

[15] 参见 Allan Collins, Eleanor Warnock, Nelleke Acello, and Mark L. Miller, "Reasoning from Incomplete Knowledge," in Daniel G. Bobrow and Allan Collins (eds.), *Representa-*

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

tion and Understanding: *Studies in Cognitive Science* (New York: Academic Press, 1975), pp. 383 - 415。

[16] 参见 Dagmar Strahlberg and Anne Maas, "Hindsight Bias: Impaired Memory or Biased Reconstruction," *European Review of Social Psychology*, 8(1998), 105 - 132。

[17] 参见 E. J. Langer, "The Illusion of Control," *Journal of Personality and Social Psychology*, 32(1975): 311 - 328; 也可参见 G. A. Quattrone and Amos Tversky, "Causal Versus Diagnostic Contingencies: On Self-Deception and the Voter's Delusion," *Journal of Personality and Social Psychology*, 46(2)(1984): 237 - 248。

[18] Tversky and Kahneman, "Judgment under Uncertainty."

[19] 经济学家尼古拉斯·巴伯瑞斯 (Nicholas Barberis)、安德里·施莱弗 (Andrei Shleifer) 和罗伯特·维什尼 (Robert Vishny) 将"代表性启发"这种现象发展成为投资者选择性过度自信理论和心理学上的期望反馈理论。作者认为，一旦投资者看到股票朝着相同的方向运动一段时间，他们就会渐渐认定这种趋势代表了他们看到的其他经济数据的发展趋势。根据保守心理原则，人们改变观点通常很慢，正因为如此，投资者作出这个趋势将继续的结论需要花些时间。偏执性代表和保守心理之间的互相影响决定了投机反馈前进的速度，参见 Nicholas Barberis, Andrei Shleifer, and Robert Vishny, "A Model of Investor Sentiment," *Journal of Financial Economics*, 49 (1998): 307 - 343。关于过度自信和股票市场的进一步探讨，可参见 Nicholas Barberis, Ming Huang, and Tano Santos, "Prospect Theory and Asset Prices," *Quarterly Journal of Economics* 116 (2001): 1 - 53; Kent Daniel, David Hirshleifer, and Avanidhar Subrahmanyam, "Investor Psychology and Security Market Over and Underreaction," *Journal of Finance*, 53(6) (1998): 1839 - 1886; and Harrison Hong and Jeremy C. Stein, "A Unified Theory of Underreaction, Momentum Trading, and Overreaction in Asset Markets," *Journal of Finance*, 54(6) (1999): 2143 - 2184。

[20] 参见 Paul Milgrom and Nancy Stokey, "Information, Trade, and Common Knowledge," *Econometrica*, 49 (1982): 219 - 222; John Geanakoplos, "Common Knowledge," *Journal of Economic Perspectives*, 6(4) (1992): 53 - 82。

[21] Eldar Shafir and Amos Tversky, "Thinking through Uncertainty: Nonconsequential Reasoning and Choice," *Cognitive Psychology*, 24 (1992): 449 - 474.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 9 章 从众行为和思想传染

157 一项关于人类社会的基本观察是：那些定期进行沟通和交流的人，他们的想法往往会很相似；同样地，每个时代都有着自己的时代精神，并且它的影响无处不在。在股票市场中，如果数以百万计的投资者都真的彼此独立，那么任何错误想法所造成的后果就会相互抵消，也就不会对价格产生什么影响，但是，如果大多数人的想法是非理性的，而且这些想法又都相似的话，那么它们就足以成为股市兴衰的原因了。因此，想要研究人们的心理因素和思维方式如何在市场中形成合力，进而影响价格的走势，就必须考察人们的思考方式的相似性从何而来。

处于相同时期的人们会作出相似的判断，部分原因是由于他们是在对相同的信息（大家都能获知这一信息）作出反应。但是，我们将在这一章看到，人们的思维方式存在着相似性，这并不一定是由于他们对公共信息作出了理性的反应。而且，公共信息也总是得不到适当的运用或合理解释。

◉ 社会影响与信息

备受推崇的社会心理学家所罗门·阿什（Solomon Asch）在 1952 年公布过一个实验。对于这个实验，他的解释（这个实验还被其他许多人解释
158 过）是：它表明了社会压力对个人判断的影响十分强烈。当他的论文发表

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时，公众正对一些问题普遍感到迷惑不解，比如德国纳粹竟有能力让人服服帖帖地去执行对犹太人和“其他不受欢迎”的人种进行大规模种族灭绝的命令。各媒体广泛引用阿什的发现，把它作为人们不能作出完全独立判断的科学依据。直到今天，他的实验结果还被人引用。

在他著名的实验中，阿什让实验对象加入到一组人当中。除了实验对象，这个小组中还有 7～9 个人与实验对象都素不相识，但却是阿什的“同党”，并从阿什那里得到了如何协助实验的指示。整组人被要求按顺序回答 12 个关于线段长度的问题。这些线段是画在卡片上的。实验对象在当众给出自己的答案之前，会先听其他大部分人的答案。问题的正确答案是显而易见的，但那些协同实验的人故意把 12 个问题中的 7 个答错。看着大家无一例外地给出似乎是相当明显的错误答案，有 1/3 的实验对象会屈从并给出同样的错误答案，而且常常会表现出焦虑或苦恼情绪。这说明因为害怕被看成是另类或傻瓜，他们的判断受到了动摇。[1]

阿什把实验结果解释为实验对象是受社会压力的影响才有如此举动。这种解释也许确有可信之处，可后来证明，这些实验对象并不主要是因为压力才给出了错误答案。在阿什宣布了他的发现的第三年，心理学家莫顿・多伊奇（Morton Deutsch）和哈罗德・杰勒德（Harold Gerard）公布了另一个实验。它是阿什实验的翻版，不同之处在于，实验对象被告知，他们是被“匿名”安排到一组人中的。他们以前从未见过那些组员，以后也不会见到。那些组员的回答也只能通过电子信号间接得知（实际上根本没有这么一组人）。实验对象不用在众目睽睽之下回答问题，只要按按钮就行了。这样他们就不必面对来自队组的压力。除了这一点，实验的其他部分还是按阿什曾做过的那样进行，结果，实验对象给出的错误答案几乎和以前那个实验一样多。[2]

多伊奇和杰勒德的结论是，之所以在阿什实验中，实验对象给出的答案大部分都是错的，是因为他们简单地认为，不可能其他所有人都是错的，与其说他们只是害怕在一群人之前表达一个相反的观点，倒不如说是在对一条信息作出反应，即他们作出了和大部分人不同的判断。他们在实验中的行为是出于一种很理性化的考虑：在日常生活中，我们知道，在涉及一些简单事实的问题上，当大部分人都作出相同判断时，那么几乎可以肯定他们是正确的。阿什的实验对象之所以产生了焦虑和苦恼情绪，部分原因可能是来自他们自己的结论，那就是自己的感觉多少有些不可靠了。

还有一系列与从众行为密切相关的实验也被广泛引用，这就是斯坦利・米尔格拉姆（Stanley Milgram，1974）在权威的权力方面进行的研究。在米 159

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尔格拉姆的实验中，实验对象被要求对一个坐在旁边的人施行电击，这个受电击的人仍是一个协同实验者，与实验对象素不相识。事实上，根本没有什么真正的电击，但此人假装做出正在遭受电击而疼痛难忍、痛苦不堪的样子，并表示他非常痛苦，要求停止实验。但当主持实验的人让实验对象接着施行电击，并坚持说电击不会对人体组织造成永久性伤害时，许多人都会按他们的话去做。[3]

从这些现象可知，权威会对人的想法造成巨大影响。人们的确可以这样理解，但还有另外一种解释。大家都知道，当专家告诉他们某件事没有什么大不了的时候，尽管有时看起来不像他们说的那样，但很可能情况的确如此。（事实上值得注意的是，在上述实验中，主持实验的人的确是对的：尽管多数实验对象对所给的理由没起疑心，继续施行电击确实也不会造成什么伤害。）因此，米尔格拉姆的实验结果也可以这样解释，实验对象之所以那样反应，是因为他们过去知道的权威是可靠的。[4]

从对信息的解释角度看，阿什和米尔格拉姆的实验表明，人们乐于信任多数人所持有的或者权威的观点，甚至权威们明显地与理所当然的判断相矛盾时也无所谓。其实这种行为在很大程度上是明智且理性化的。大多数人先前都有过这种经历，当他们的判断和大多数人或某一权威人士的结论相悖时，犯错的总是他们。现在他们已经从中汲取教训了。因此，阿什和米尔格拉姆的实验让我们有了不同的视角去看待这种过度信任现象：人们很尊重权威们提出的看法，然后会对这些看法产生近乎迷信的信任感，并把这种对权威的信心延续到自己的判断中去（这些判断也是在权威观点的基础上得出的）。

根据阿什和米尔格拉姆观察到的现象，就不难理解为什么许多人在评估股市时会接受他人的判断了。实验对象虽然亲眼看见了卡片上的线段，以及他们身边的人所遭受的痛苦，但还是不能完全相信自己的判断。其实，在现实生活中，人们对自己判断的信任程度甚至还不如实验中实验对象们对于自己亲眼所见的那些现象的信任程度来得高。

◉ 从众行为的经济理论和信息层叠

有时，即使人们知道其他人的做法是一种从众行为，他们仍然会考虑他人的判断，并且参与其中。虽然就个人而言，这种行为可能是合情合理的，但由此产生的从众行为却是非理性的。有学者研究认为，这种一窝蜂似的从

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

众行为是由信息层叠（information cascade）产生的。[5]

我们首先用一个简单的案例来说明信息层叠是如何开始的。假设两家仅一墙之隔的饭馆开业了，每个潜在顾客都要从中选一家就餐。这些顾客可能会透过饭馆窗户向内张望一番，然后决定哪一家比较好，但这样判断并不会太准确。第一位顾客在选饭馆前，只是看了看这两家空荡荡的饭馆，然后根据他所看到的作出选择。但下一位不但能以他所看到的饭馆门脸（自己判断而得出的信息）为基础作决定，还可以看看第一个顾客是在哪家吃饭来作选择，这就是第一位顾客发出的有关如何选择的信息。如果第二位顾客选择和第一位一样的饭馆，那么第三位顾客就会看到那家饭馆有两个人在吃饭。最终的结果很可能就是所有顾客最后都在同一家饭馆吃饭。但由于潜在顾客在对这两家饭馆进行观察后，没有真正仔细考虑过所得到的综合信息，所以最后选的很可能是那家比较差的饭馆。如果所有人都能把他们的第一印象集中汇总，然后大家一起讨论，也许就能推断出哪家饭馆比较好。但在我们假设的这种情形中，人们在跟随他人的判断时并没有把自己的信息透露给他们，因而无法对彼此获取的信息加以利用。 160

饭馆的例子以及蕴涵其中的经济理论本身并不是股市泡沫理论的组成部分。然而，它很明显地与股市行为有关，并且它为经济学家们研究那些理性的投资者如何作出错误决策提供了心理学的理论基础。[6]一直以来都有一个普遍的看法，认为所有投资者都通过某种方式对市场真实价值进行表决，并由此确定了价格水平。现在根据上述理论，这一看法很显然是错的。没有人真正地进行什么表决，相反他们很理性地选择不在这些表决上浪费时间，不去自己下功夫对市场作出判断，因而这些个人也就没有对市场施加任何独立的影响。归根结底，股市基本面价值的信息之所以在传播和评估过程中会产生失真，可以由信息层叠理论来解释。

由于信息传播和潜在的投机性泡沫密切相关，因此为了更好地理解金融市场错误定价的有关问题，我们应该了解人类行为的特征，了解人们处理信息的过程中受到的限制。

◉ 人类信息的处理与口头传播

在几乎完全没有印刷品、电子邮件、互联网或其他任何沟通方式的情况下，人的大脑逐步进化发展。依靠与生俱来的对信息进行处理的能力，人类能够征服这个星球上几乎所有其他的居民。这种能力最为重要的部分就是， 161

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

把重要事实有效地从一个人传递给另一个人。

在过去的几百万年时间里，人的大脑不断进化，优化了沟通的渠道，进而产生了一种有效沟通的情感驱动力，并培育了这种传播知识的强大能力。正是因为这种情感驱动力，多数人最喜欢做的事就是谈话。看看你的周围，无论你走到哪儿，只要有两个或更多的人呆在一起，恰好他们又无所事事的话（有些时候，甚至是在干其他事情的同时），他们肯定会聊天。人类这一物种最根本的特征就是不间断地进行信息交流。多个世纪以来，传播速度最快的信息一般都是能对社会日常生活有所帮助的，比如关于食物来源、危险情况或社会其他成员的消息。

因此，在当今的社会中，热门股票的买进机会、个人财产面对的直接威胁或者某家公司经营者的经历这类话题就可能很快成为人人议论的对象。这些话题和我们的祖先所谈论的如出一辙。但是关于一些抽象问题的话题传播得就不那么好了，比如金融数学、资产收益（asset returns）统计或者退休储蓄的最佳水平等。自然而然，这种知识的传播是费劲的、不经常的和不完善的。

◉ 面对面交流和媒体传播

有研究表明，印刷媒体、电视与无线电广播等传统媒体在传播思想时神通广大，但在激发主动行为方面就有些束手无策。人与人之间形成互动的交流会对行为产生最重要的影响，特别是面对面或口头交流。

在 1986 年对个人投资者的一项研究中，我和约翰 · 庞德（John Pound，1986）想研究人们的注意力一开始是如何转向股票的。我们随机地给一些个人投资者寄去了问卷并请他们仔细考虑自己最近刚购买股票的那家公司，我们问："是什么开始引起你对这家公司的注意？"只有 6%的人确切地答出了几份期刊和报纸的名字，绝大部分回答所说到的来源都涉及人与人之间的直接交流。[7]即使人们读了许多资料，最能引起他们的注意力并刺激他们采取行动的仍是人与人之间的交流。

交易所中市场监管部门和证券交易委员会的工作充分说明了人与人之间口头交流的威力。他们的职责是监察内幕交易活动，为了达到这个目的，他们会极为仔细地跟踪个人投资者间相互交流时所留下的蛛丝马迹。法院的文档中披露了这样一件事。1995 年 5 月，在 IBM 工作的一位秘书受人之托复印了一些文件，在这些文件中提到了 IBM 要兼并莲花开发公司（Lotus De-

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

velopment Corporation）（这在当时还是绝密，IBM 计划要到那年的 6 月 5 日才宣布这一笔交易），然后一连串的口头交流就开始了。很显然这个秘书只把这件事告诉了她的丈夫，一位寻呼机推销员。6 月 2 日，这位丈夫又告诉了另外两个人：一个是他的同事，他在得知消息的 18 分钟后就购买了 IBM 的股票；另一个是他的朋友，一个计算机技术人员，从他开始，一连串电话又打了出去。在 6 月 5 日兼并宣布的时候，与这几个人有联系的 25 个人根据这条消息投资了 50 万美元，这 25 个人中包括一个做比萨饼的厨师、一个电气工程师、一个银行经理、一个奶制品批发商、一个以前当过老师的人、一个妇科专家、一个律师和四个股票经纪人。[8] 很明显，信息的口头交流速度可以非常快，并且能够在迥然不同的人群之间畅通无阻。

尽管直接的口头交流在全国范围内的传播不如股票市场变化那么快，但它似乎对促成每天或每小时的股市波动起了重要作用。这次对投资者进行调查的问卷是我在 1987 年股市发生崩盘后的一周时间内发出的（这次崩盘在第 5 章有详细描述）。在这次调查中，我问了他们一些关于口头交流信息的问题。在所有进行答复的个人投资者当中，有 81.6%说在崩盘当天的下午 5 点之前，他们就已经得到消息了，因此他们的消息来源并不是当天的晚报或者第二天的晨报，这些投资人得知这一消息的平均时间是东部夏季时间（EDT）下午 1:56。而机构投资者则平均在 EDT 上午 10:32 就已知道这件事了。个人投资者在股市崩盘当天每人平均向其他 7.4 个人讲过市场情况，机构投资者则平均对另外 19.7 个人说过这件事。

面对面的口头交流方式经过了几百万年的进化发展。远古时代，它几乎是人与人之间进行交流的唯一方式；在今天，我们所知道的各种沟通渠道似乎都非常有利于进行这种面对面的口头交流，在我们的头脑中，特定的交流形式根深蒂固——听到另一个人的声音，看得到他的面部表情，能感知其情感，还要处于一种与之相关的信任、忠诚与合作的氛围内。因为在印刷品或电子读物中并不包含这些要素，人们发现对这些信息资源作出反应更困难，他们在感情上不能把这些信息来源与面对面交流所得到的信息置于同等地位，也无法对这些信息记得那么清晰，利用得那么好。这就是我们为什么还需要老师的重要理由，它解释了为什么不能只是让孩子坐下来看书，或者靠计算机辅助教学来学习就行了。 163

也正是由于这个原因，电视才成了如此强大的传媒工具，它可以模仿大部分的人与人之间直接对话的情景，看电视恰好能激发平时交谈中所经历过的行为——听到声音，看到脸部表情，体会到情感。在电视上做广告的人在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

宣传产品时，经常再现日常聊天的场景。但现在电视还不是交互式的，它所提供的交流方式只是单向的。因此，还不能像直接的人与人之间的交流那样卓有成效。

电话诞生于100多年前，它也许至今仍是人与人之间进行交流的最为重要的传媒，除了缺少视觉刺激外，电话所激发的交流行为与面对面交流极为相似。社会学家和交流方式研究人员发现，尽管电话谈话不像面对面交流那样能看到彼此，也不能在解决矛盾时那样得心应手，但在信息传播与解决问题的功能方面，它与面对面交流非常相近。[9]

20世纪20年代，电话似乎是起起落落、变化无常的股市背后的一种幕后影响力。虽然1876年就发明了电话，但它那时还不够经济实用，并没有得到广泛使用。克拉伦斯·戴（Clarence Day，1935）在他的《和父亲一起生活》（*Life with Father*）一书中回忆了为什么人们在19世纪90年代都没有拥有一部电话时提到："当时除了经纪人之外，几乎没有人有电话，因而也并没有要通过电话交谈的人。虽然人们隐约感觉到如果每人都有电话将会更方便些，但是大家都决定等每个人都有的时候再拥有它。"[10]后来人们对它作了大量改进，比如在1915年发明了长途电话用的真空管扩大器等，这样电话才开始流行起来。到了20世纪20年代中期，美国平均每人每年要打200多个电话。毫无疑问，电话的广泛使用使得向公众销售股票也更加容易，结果也为欺诈行为提供了可乘之机。于是美国1933年制定了《证券法》（Securities Act），1934年制定了《证券交易法》（Securities Exchange Act），第二个法案的生效促成了证券交易委员会的成立。[11]

今天我们目睹了另一场技术创新带来的冲击，这场以电子邮件、聊天室和交互式网站为主要内容的变革使人与人之间的交流更加便捷。与电话一样，许多人起初总是需要很长一段时间才能接受它们，但是随着时间的推移，它们已经越来越明显地成为了每一个人日常生活的一部分。虽然不是面对面，但是这些交互式的、新型的、有效的交流平台也许会再次起到扩大人际间信息传播的作用。如果没有它们，90年代人们对股票市场的狂热也许就不会波及得如此广泛。当然，与此同时，我们还需要研究如何为了公众利益规范这些新媒体的使用。

虽然电子邮件与聊天室的出现是通讯技术中发生的意义重大的变化，但
164 我们还不太清楚它们的出现是否比100多年前电话的问世更加重要，因为电话可以利用声音的表现力来达到情感上的互通。比起一般的聊天室或者电子邮件，电话也许在激发有效交流方面更出色。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基于计算机的通讯媒体使得更接近面对面交流的交流方式成为可能。它的不断进步将来毫无疑问会使思想的可传递性更强。比如，根据国际数据公司的报告，台式和小型电视会议系统（有了这种系统，使用者虽然相隔很远，但在谈话中可以看到彼此）现在变得经济实惠，可以大范围使用了。

◉ 用于口头传播方式的传播模型

流行病学家利用疾病传播的数学理论来预测传染过程和死亡率。[12]这些模型也可被用于更好地理解各种信息的传播和投机性泡沫（speculative bubbles）的反馈环机制（feedback mechanism）。

在最简单的流行病模型中，疾病被认定有一个假定的传染率（infection rate，即感染人群以这个比率把疾病传播给未受感染人群）和一个假定的退出率（removal rate，即感染人群以这个比率变为不再处于患病状态，无论他们是痊愈还是死亡）。

如果退出率为零，那么在标出第一个感染者之后，标明受感染人数的图形就会出现一条数学曲线，称为“逻辑曲线”(logistic curve)。[13]沿着这条逻辑曲线，受感染的人口百分比一开始是以感染率上升，虽然增长率一开始几乎是不变的，但记录在案的患病人群的绝对数字却增长得越来越快：当越来越多的人患病时，越来越多的人就会被感染。但当未受感染的人群数量下降时，患病人数的增长率也会降低，尽管固有的疾病感染率并未改变，新受感染的人数增长速度却下降了，因为已受感染的人接触到未受感染的人的几率小了。最终，所有的人都受到感染，这条逻辑曲线也变得平缓了，受感染比率达到 100%，当然就不会有新病例出现了。

如果退出率大于零，但小于感染率，那么模型就会预测出疾病传染过程的另一个状态：一开始感染者数量会从零升至最高峰，然后再降回零点，在人群百分之百受感染之前，最高峰就会出现。

如果退出率大于感染率，那么疾病就不会开始流行，也就观测不到疾病传染的状况。

流行病学家建设性地利用这些模型去理解疾病爆发的模式。比如通过使用这些模型，他们可以推断出，如果退出率只比传染率高一点，那么一个基本健康的人群就处于某种流行病爆发的危险之中，因为感染率稍有上升或退出率稍有下降，就会失去平衡，流行病就会爆发。由此，流行病学家得出推

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

论，天气变化可能造成传染率上升至高于退出率，因为这种天气变化让人们留在家中，那么他们受传染的概率也更大，疾病流行将由此开始，但开始时绝对受感染人数的增长将会很慢。如果在这一例子中，天气变化很快，其结果使感染率又降回原处，染病人数没有增加很多，那么大家就根本不会注意到这一流行病。但如果坏天气一直持续下去，感染率与退出率间的差距拉大，那么流行病就将在所有人中传播开来，变得引人注目。根据此例，流行病学家可利用这个模型预测坏天气持续多长时间就会爆发一场严重的流行病。

相同类型的流行病模型已被用于其他生物学现象的研究，而这些现象也许与金融市场有着某种联系。经济学家艾伦·克尔曼（Alan Kirman，1993）用这些模型描述出蚂蚁的行为模式。他注意到，股票市场的价格变化似乎和那些行为模式不无关联。[14]他通过实验发现，当给蚂蚁的窝边放上两处一模一样的食物时，蚂蚁一般从两处都拿，但从一处比另一处拿得多。一段时间后（在此期间，不断对这两处食物加以补充，使得它们总是一样多），蚂蚁的主要注意力就从一处食物转向另一处了。为什么它们不从两处平均地取食物？又是什么转移了它们的注意力呢？克尔曼注意到，蚂蚁都是各自征募其他伙伴去寻找食物源的。在整体上，蚁巢没有统一的指挥。它们通过接触和跟随或者留下一条化学踪迹来完成征募。这两种过程便是“蚂蚁版”的口头交流过程了。克尔曼证明了如果征募是随意性的，那么实验观察到的现象就可以用一个简单的流行病模型来解释。

我们研究股市泡沫时，疾病的扩散和蚂蚁的行为具有一定的理论价值，有社会学家将流行病模型用于预测信息的口头传播过程，使其与股市的实际操作有了最为紧密的联系。[15]在他们的研究中，传染率是信息传播的概率，而退出率是忘记信息或者失去兴趣的概率。信息传播的动态过程可能与疾病的传播相似。然而，正规的数学理论在将社会过程模型化时，不如在将疾病传播或蚂蚁行为模型化时那么精确。现在社会学家还没有提供一套成功且具影响力的资料文献。也许社会科学模型的基本参数不像在生物应用中那样稳定，因此数学理论无法精确描述社会现象的演进过程。

166 许多人都会想起孩提时玩的传话游戏。在游戏中，第一个人选择一个简单的故事并在第二个人的耳边小声讲述，接着第二个人又讲给第三个人听，依次进行下去。当游戏链条上的最后一个人向大家讲述他所听到的故事时，最初的故事已面目全非，甚至令人捧腹大笑。人与人之间无论转述多么简单的事都不会完全可靠。由于观点的变更率较高，也就是说传播过程中出现错

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

误的可能性远远高于疾病传染或其他生物学过程，因此事实上将传染病模型套用于信息传播的研究并不成功。

因此，仅仅凭对信息纯粹的口头交流是不可能使其影响扩展到整个国家的，即使借助于电话线也不行，因为远在这种情形发生之前，传播的精确性就已被破坏了。相反，计算机联机传送却可以是准确无误的。计算机病毒可以不断复制并在国内以及国际间传播。但是病毒没有改变人们思想的能力，它们不能超越机器。而电子邮件使用者能够发送他人的消息或是有效提供网页链接，这些能力使口头交流可以准确无误地进行。并且一些新技术能够将他人的信息作为电话谈话或者电视会议的一部分进行传送，而这些新技术还会再次极大地推进人际间交流的精确性和持续性。

尽管当前所发生的人际间交流具有非精确性和易变动性，使正规的数学模型无法准确预测信息的传播，但是传染病模型仍然有助于理解那些导致股票市场价格变动的因素。例如，疾病传染率或退出率的任何变化都会改变新信息的传播率，对这一问题的思考是很有益处的。

举例来说，一则未涉及金融市场的全国范围的新闻可以通过分散对这些市场的注意力，从而降低与投机市场相关的信息传播率。这一现象可能有助于解释在第 5 章中提出的问题，即为什么当国家处于危机中时，尽管这样的危机对于该国的商业来讲具有潜在的重要性，但股价的波动并非明显地反复无常，以及为什么在没有任何新闻时，大多数股市反而发生大的波动。另一方面，当新闻鼓励关于股市或与之密切联系内容的讨论时，与股市相关的信息传播率也可能因此而提升，这一点也解释了互联网在股市上显而易见的夸大性效果：对于网络的关注在总体上促进了人们对于科技股的关注，与这些股票相关的理论的传播率也因此而提高。

当然，信息的口头交流并非一定会影响整个股市。确切地说，口头交流可能会加强公众对于新闻事件以及媒体对这些事件评价的反应。由于大多数人总是通过社会传播才能了解到新观点和新概念，那么为了了解这些观点对 167
于人们的影响，我们有必要考虑社会传播中传染率与退出率的比值。如果某一事件可以变成一个活灵活现的好故事，那么它影响股票市场价格的可能性就会增加。

从许多新产品推广的案例中我们可以看到，编造一个可述性强的故事是很重要的，它有助于维持较高的信息传播率，比如电影的宣传。当故事被首次搬上银幕时，推销者就会发起一场广告运动，来吸引观众的注意力，尤其是易于接受新思想和新事物的观众。然而，只有很少一部分人是直接针对最

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

初的广告作出反应的，电影的成功主要依赖于这些人对该部电影的反响——以及他们告诉给别人的观点和看法。众所周知，电影批评家的建议所具有的冲击力不如口头交流的大众影响力。现在，制片商已认识到在电影中包含固定部分的重要性。这些固定的部分就是故事情节，它们在电影放映期间，或者作为电影预告片的一部分，已经具有了成为口头交流内容的很大的潜力。这一点和流行的玩笑或一些难以置信的故事——或者是雄心勃勃的公司的故事很相像。

信息传播中的故事情节的效果的确会对市场价值产生影响。为什么一些油画的价值会如此之高呢？我带着我的长子来到卢浮宫时，参观了蒙娜丽莎这幅作品。他困惑了：为什么这幅油画要远比其他的油画更有价值呢？他认为，不可否认它确实很棒，但与其他所有很优秀、非凡的作品在一起，它表现得也并不是那样突出。我们敢打赌，这幅作品前挤着参观的许多人都会和同伴互相表达着相同的困惑。

为了理解蒙娜丽莎被夸大了的价值，我们必须考虑到有关蒙娜丽莎的微笑这个故事的强大的口头流传的潜能。这个故事最初源于乔治奥·瓦萨里(Giorgio Vasari）在莱昂纳多（Leonardo）去世后很短时间里为他写的一部传记，后来又经过了口头流传的润色修饰。这个如今已经有了很多版本的故事是说一个艺术家很难捕捉到她的微笑，并且花了四年的时间来做这件事，但仍觉得不是很成功。在瓦萨里为他写的最初的传记里写道：莱昂纳多试过了音乐家、歌手和小丑几种不同的角色，来试图模仿出最适当的表情。瓦萨里的书中写道：画中的微笑“神圣得有别于一般人，几近一个奇迹”。[16]瓦萨里所描述的画和我们今天所看到的并不太吻合，所以也许这里面有某些误会，故事中的画也许是另一幅。但是，今天这个故事已经和卢浮宫里的这幅画紧密联系在一起了。

故事真的很流行，所以它没有因质疑而被压制。这个故事似乎还和很多其他的思潮有关。“蒙娜丽莎的微笑”曾经在几个世纪里都是诗人和评论家
168 热衷的主题。如果没有一个关于莱昂纳多是如何费尽心思捕捉微笑的充满了强大流传潜力的口头交流的故事，公众的注意力也许不会这么长久地聚集在这幅画上。

蒙娜丽莎的微笑的故事因1910年发生的两件事得到了更进一步的推广流传。这两件事都强化了这个关于微笑的传说，并且加大了它的流传度。

第一件事情是在1910年西格蒙德·弗洛伊德（Sigmund Freud）所著的一本公开出版的研究莱昂纳多的潜意识的书中，详细描述了“蒙娜丽莎的微

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

笑”。弗洛伊德认为，对莱昂纳多来说，“蒙娜丽莎的微笑”是为了抑制自己对 4 岁时就和其分开的生母的想念，并且他的生母对自己的儿子有不正常的感情。

第二件事情是卢浮宫里“蒙娜丽莎的微笑”1910 年被盗，接着更为传奇的是，当权威人士试图重新恢复它原来的样子时，传来了画已被送回和盗贼被审判的新闻。当然新闻的作者提到了那个微笑：作者出色地隐藏了画失窃的事情，却没有忘记提到微笑。失窃事件整整延续了数年时间，这段时间极大地加强了微笑在公众中的印象。这个微笑的故事充斥在各种新闻里。即使在 1914 年盗窃事件最后的审判结果中包含了这样荒谬的描述：“他带着谜一般的蒙娜丽莎的微笑听着最后的审判”[17]，记者也仅仅是为让故事里包含微笑而已。

根据 Proquest 数据库搜索英文出版物得到的结果，1915—1925 年间（盗窃事件结束之后）蒙娜丽莎被引用的次数是 1910 年前（也即 1899—1909 年间）的 20 倍。充斥着 1910—1914 年间的有关微笑的新闻今天仍存在于我们身边，并且通过连续不断的新闻报道和持续到现在的从未停止的对画的临摹，甚至还放大了媒体和口头流传的反馈。1910 年的盗窃事件已经被今天的大多数人忘记了，但不断加强的有关微笑的故事非但没有被忘记，反而成了蒙娜丽莎这幅画在今天价值倾城的重要原因。

依此类推，那些更易于通过随意谈话方式传播的新闻事件，反过来更有可能对思想和观点的传播发挥重要作用。一位专家对一国经济干巴巴的、纯分析式的描述，很可能不会被口头交流。相比较而言，市场发生突变的消息则更易于被广泛传播。可以肯定的是，专家的意见往往追随价格变动的消息，但是很少能成为口头交流的焦点。

对其肯定也好，否定也好，口头交流都是投机性泡沫蔓延的一个中心组成部分，而任何事件被口头交流的可能性都应以是否会引发投机性泡沫来衡量。举例来说，被称之为“Y2K”的千年虫（Y2K bug）会引发普遍的电脑问题，这一广泛传播的预测之所以成为一个经典口头交流的作品，是因为它既迎合了国民对电脑的痴迷，也反映了他们对新千年的迷惘。因此——尽管这种恐惧没有任何理由——与那些缺乏生动性的消息相比，千年虫问题对市场造成了超乎寻常的冲击。 169

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

◉ 人们心中矛盾观点的汇集

为什么有时观点的传播会非常迅速？为什么公众思想有时又会突然发生180度的大转弯？其中一个原因是，受质疑的观点已预先存在于我们的头脑中。即使是相互矛盾的观点也可以同时共存于我们的头脑中，而当支撑这些观点的事实发生变化或公众注意力发生转移时，我们头脑中也许就会突然萌生一种明确的信念，并且与先前的信念恰恰是相矛盾的。

比如，人们普遍认为股市不可预期，因此对市场的任何预期都是无效的。但是人们也相信（正如我们在第 4 章中所看到的），如果股市出现崩盘，它也必定会复苏。很明显，这两种观点是矛盾的。

对于人们能在同一时间持有如此相互冲突的观点的解释是，人们认为他所听到过的这两种观点都曾被专家认同。现实生活中，往往有大量假定的事实在同时传播，这些事实又往往被归因于“他们”或“他们说的……”当这些故事被想象成有一定的权威性而被接受时，矛盾就可能产生。

有时，即便没有权威参与，故事也能被传播。例如，一个人一次又一次地听到“据说”大多数人的大脑只开发了10%——这个虚构的故事可以回溯到19世纪，那时神经科学很明显对这样一个说法既无法证实也无法证伪。“据说”1965年的那次电力中断使得纽约市民一时无事可做，其后 9 个月纽约市的出生率骤增，而事实上并没有这回事。[18]而更神乎其神的一个说法是，“据说”在1929年经济危机期间自杀率异乎寻常地高，但实际上这同样也是子虚乌有。[19]人们在聊天时经常谈论，而且有时媒体也会鼎力推荐的一些故事，往往都和事实相去甚远。

因为人们倾向于把各种观点归因于某些真正的或者是假想的专家，所以他们并不担心所持观点中存在的明显矛盾，人们乐于搭便车式地认为那些专家们已经审慎考虑过了那些存在矛盾的观点，并且知道事实上那些观点根本不矛盾。确实，有时表面上矛盾的理论事实上并不矛盾。正是从这里我们可以看到，专家要为极为明显的矛盾进行辩护是一件多么轻松的事。

一知半解的观点（它们也许是相互矛盾的）绝对会使人们对于神秘的投
170 资领域的思考变得更加扑朔迷离，或至少使其不能纳入一致的分析框架内。推断这些观点在具体的投资决策中的意义是一个真正的挑战。

人们同时持有相互矛盾观点的重要意义在于，人们往往对许多观点没有自己明确的认识。因此，尽管投资者信誓旦旦地说，市场在崩盘后还会复

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

苏，我们还是不能过分相信，因为市场崩盘的现实境况又会带出其他相互矛盾的观点，这些观点会为市场缺乏弹性辩护。从他们先前表示的信心中根本就无法预先得知投资者将会如何反应。

◉ 基于社会的注意力变化

人脑的结构决定了在一个时点上，人的自觉注意力只能集中于一个焦点上，并且很快会从一个焦点转移到另一个。我们周围的环境所提供的感官信息非常复杂，而大脑成功地过滤掉了几乎所有的复杂性，只产生现实和现在的感觉——解释目前什么是最重要的——以及随之产生的围绕这一解释的一连串想法。比如，当一个人坐在机场等候登机时，他的注意力会不时回到“等候登机”这个主题，并围绕该主题组织了许多想法，进行了许多观察，仿佛它就是目前现实中最重要的事。他往往不会去研究地毯上的花纹、玻璃上的污点，或思考屏幕上字母的形状，尽管在理论上他可以这样做。尽管我们接收到了这些细节的感官信息，并对它们进行了处理，但很显然我们自己并未意识到它们。

将注意力集中于重要事物的能力是智慧的显著特征之一，而没有人真正明白人脑是如何做到这一点的。不能将注意力集中于恰当的事物也是人类判断的最大失误。人类大脑在进化中形成了某个特定的部分专门用于集中注意力，这个部分构造虽然出色，但远不够完善。

如果一个人回顾他在过去所铸成的一些最重大的错误，可能会发现，这些过错往往是他未能关注细节问题而造成的。假若有人反复要求某人集中注意力，并向他指出某些关键事实，那么他会马上作出反应并改变其行为。所以要理解过去犯下的错误，很重要的一点是要考虑你没有给予关注的东西。

人脑进化形成了能够正确引导注意力的一个机制，这使得我们能够基于社会的选择性，与周围的其他人关注相同的事物。注意力具有一定的社会基础，当某些个人认识到某些信息的重要性时，通常能够引发团体中其他成员的关注，并且能产生一致的世界观和信息集合，而这些又能保证团体行动的一致。然而，注意力的社会成分也并未充分完善地运作，它可能导致整个群体犯相同的错误，因为大家都将注意力集中于某一点，从而漏掉了个体可能注意到的细节。正像单个人的注意力一样，社会注意力的现象是行为进化的一项伟大创造，对人类社会发挥功能非常关键，但它也并非完美无缺。 171

社会关注机制会突然间引发整个团体对貌似紧急事件的关注，因此如果

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们回顾传染病模型，我们会发现传染率可能会突然并且大幅度地激增。人们会议论某些事件而置其他谈论于不顾，股市的突变便是其中之一。

注意力的社会基础通过口头交流来运作，并以媒体作为传播观点的载体，从而能在广泛的范围内激发集中的注意力，这种注意力的聚焦会迅速覆盖世界上的大部分地区。所以，在这个星球上，有相当一部分人突然对股市大感兴趣不足为奇，进而，世界各地的股市虽远隔重洋却也能同时同向变化。对于这种协同变化，各国的基本面因素无法解释得通。

◉ 人们无法对注意力变化作出解释

进一步来讲，人们常常发现，要解释是什么使他们决定采取某一特定行动是非常困难的，引发最初注意力的导火索也许已被忘记了。这也许能解释为什么投机资产价格的变化通常发生在人们的注意力变化之后，但还是难以解释每次投机资产价格变化的具体原因。

即使是职业投资者，价格变动本身也会吸引他们的注意力。在针对机构投资者的个股选择进行的一项研究中，约翰·庞德和我制作了一个股票清单，这些股票在早些年中价格上涨得非常快，也具有很高的市盈率。然后我们又得到了一份机构投资者的名单，上面的投资者向证券交易委员会提交了一份报告，告知他们已经购买了其中的一只股票（试验组）。而另一张名单上的机构投资者随意选择了一只股票（控制组）。我们进行了询问，关于他们购买的股票（试验组价格飙升的股票或控制组任选的股票），他们是否同意这样的说法："我最初的兴趣是在一大堆股票中系统性地寻找某一特征股票的结果（使用了计算机或相似的搜寻过程）。"[20]既然他们是职业投资者，那么67%选择任意股票——即控制组——的投资者同意这种说法也并不足为
172 奇。但是，在试验组中，即选择价格飙升股票的投资者只有25%同意该说法。实验表明，价格上涨或相关事件在吸引他们的注意力方面扮演了重要的角色。重要的一点是，大多数购买价格飙升股票的投资者指出，他们在作决定时没有什么系统性。

当注意力的变动是行为变化的重要诱因时，我们并不指望人们告诉我们其行为改变的原因。人们常常不能解释什么使注意力集中在某些事物上，因此也就不能解释他们自己的行为。1931年，心理学家梅尔（N. R. F. Maier）所做的一个试验说明了这一点。梅尔给实验对象提出的问题是：把两条绳子系在一起。这两条绳索都挂在天花板上，且相距非常远。一个人不可能同时

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

够到两条绳索，除非它们相互靠近。实验对象有大量的工具用来尝试完成这一任务，同时要求他们指出能找到多少种方法将两条绳索连在一起。一个方法是在一条绳索的一端系一个重物，使它像钟摆一样摇摆不停。用一只手抓住另一条绳子的一端，然后用另一只手抓住摇摆的绳子。当主持实验者自己使一条绳索摇摆时，许多实验对象马上有了他们自己的主意。但是当问到他们是怎么想到这些主意的时候，只有 1/3 的人提到是因为他们看到了摇摆的绳索。摇摆的绳索只是转移了他们的注意力，而大多数的实验对象都没有看到自己的行为与使之想到这个办法的刺激因素之间的联系。[21]

依此类推，某些因素就像摇摆的绳索一样，吸引了对股市的注意力，从而使股市开始繁荣起来。在目前的市场情况下，看到一则共同基金（mutual fund）的广告或收到一位雇主 401（k）计划的登记表都会成为那条摇摆的绳索。但只通过询问实验对象，我们永远无法得知这些刺激因素的重要性。即使人们回想起了它们，也无法告诉我们这些因素是如何影响他们的。

◉ 现在的情况

这一章对我论点的精髓部分进行了总结，即非理性繁荣正在造成近期股市和房地产市场价格水平的提升。我们在第一篇开始时，提出了 12 个诱发因素，通过反馈环和自然而然产生的蓬齐骗局，这些因素的作用得到了加强。作为市场繁荣的推动者，新闻媒体也起了推波助澜的作用。在股市达到巅峰的 2000 年，我们仍看到投资者的信心高得出奇，对股票市场的期望也丝毫未减。在这之后投资者的信心才渐渐消退。

在第二篇中，我们考虑到了繁荣的文化因素，对新时代理论不同程度的社会关注，以及这些理论对于股票市场走势的作用。在第三篇中，我们研究了一些基本的心理因素，正是这些因素使得前面所描述的变化能够发挥作用。第 8 章的内容向我们展示了几乎无法察觉的心理定位是如何最终决定股票市场价格水平的，以及投资者的过度信任是如何对这些心理定位产生拉动作用的。而本章则尝试解决当前股票市场状况中的中心难题，即如何结合公众的理性思考来解释股票市场定价过高的现象。 173

在本书余下的部分中，我将非理性繁荣的相关理论置于一个更加广阔的背景下来进行论述，同时考察一些反对非理性理论的观点。在最后一章中，我们将转向最根本的问题，即非理性繁荣带给我们的关于政策问题的思考：这些问题既包括个人的，也包括机构和政府的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

【注释】

[1] Solomon Asch, *Social Psychology* (Englewood Cliffs, N. J.: Prentice Hall, 1952), pp. 450 - 501.

[2] Morton Deutsch and Harold B. Gerard, "A Study of Normative and Informational Social Influences upon Individual Judgment," *Journal of Abnormal and Social Psychology*, 51 (1955): 629 - 636.

[3] Stanley Milgram, *Obedience to Authority* (New York: Harper and Row, 1974), pp. 13 -54.

[4] 米尔格拉姆指出，人们总是认为实验者是专家，比他们知道得多。当他改做另一个实验且实验者很明显不是专家时，他发现人们服从的趋势大大减小。然而，与阿什一样，米尔格拉姆似乎没有认识到信息对其结果的影响，他认为他们揭示了一种“服从本能”，这种“服从本能”是从普通的进化原则“价值等级制度”发展来的（同上书，pp. 123 - 125）。

[5] 参见 S. D. Bikhchandani, David Hirshleifer, and Ivo Welch, "A Theory of Fashion, Social Custom and Cultural Change," *Journal of Political Economy*, 81(1992): 637 - 654; Abhijit V. Banerjee, "A Simple Model of Herd Behavior," *Quarterly Journal of Economics*, 107(3) (1992): 797 - 817。

[6] 参见 Christopher Avery and Peter Zemsky, "Multidimensional Uncertainty and Herd Behavior in Financial Markets," *American Economic Review*, 88(4)(1998): 724 - 748; In Ho Lee, "Market Crashes and Informational Avalanches," *Review of Economic Studies*, 65(4) (1998): 741 - 760。

[7] 答卷者是由调查抽样公司在美国高收入人群中随机抽取的。我们将他们的回答分为10类，131个答卷者所占百分比如下：（1）朋友或家人（13%）；（2）为公司工作（21%）；（3）与公司有关系的人（3%）；（4）经纪人（33%）；（5）成功公司的挤出者（2%）；（6）新股上市宣传（2%）；（7）期刊、报纸（6%）；（8）公司顾客（2%）；（9）继承的股票或作为礼物接受的股票（2%）；（10）有类似表现的公司（0）。其他回答无法归入以上10类。参见 Robert J. Shiller and John Pound, "Survey Evidence on the Diffusion of Interest and Information among Investors," *Journal of Economic Behavior and Organization*, 12(1989): 47 - 66。如果现在让我们重复这项研究，电视（现在不乏商业报道）和互联网肯定榜上有名。在《心理经济学》(*Psychological Economics*) 中，同是心理学家和经济学家的乔治·卡托纳提出并证明了人们不断相互影响，从而形成一种“社会效仿”现象，刺激人们行动起来。罗宾·巴洛和他的同事发现了与我们相似的证据，个人投资者常常是在与别人商量后才作决定的。参见 Robin Barlow, Harvey E. Brazer, and James N. Morgan, *Economic Behavior of the Affluent* (Washington, D. C.: Brookings Institution, 1966)。

[8] Amy Feldman and Bill Egbert, "Mess of an Invest: Little People in Big Trouble with 1.3 Million Scam," *New York Daily News*, *May* 27, 1999, p. 5。

[9] 参见 A. A. L. Reid, "Comparing Telephone with Face-to-Face Contact," in Ithiel de Sola Poole(ed), *The Social Impact of the Telephone* (Cambridge, Mass.: MIT Press, 1977),

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

pp. 386－414。

[10] Clarence Day, "Father Lets in the Telephone," in *Life with Father* (New York: Alfred A. Knopf, 1935), p. 178.

[11] 要查询20世纪20年代的证券诈骗以及当时的限制立法，参见 Emmanuel Stein, *Government and the Investor* (New York: Farrar and Reinhart, 1941)。

[12] 参见 Norman T. Bailey, *The Mathematical Theory of Epidemics* (London: C. Griffin, 1957)。

[13] 计算曲线为 $P=1/(1+e^{-rt})$，P 表示受感染人群的比例，r 表示单位时间的受感染率，t 表示时间。该表达式是微分方程 $dP/P=r(1-P)dt$ 的解，式中，$(1-P)$ 为可能受感染人群的比例。

[14] Alan Kirman, "Ants, Rationality and Recruitment," *Quarterly Journal of Economics*, 108(1)(1993): 137－156.

[15] 参见 David J. Bartholomew, *Stochastic Models for Social Processes* (New York: John Wiley and Sons, 1967)。

[16] Giorgio Vasari, *The Life of Leonardo da Vinci* (New York: Longmans Green and Co. 1903), page 35.

[17] "Mona Lisa' Thief Gets a Year in Jail," *New York Times*, June 6, 1914, p. 3.

[18] 参见 Tom Burnam, *More Misinformation* (Philadelphia: Lippincott and Crowell, 1980), pp. 20－21。

[19] 加尔布雷思解释了自杀之谜。大萧条之后的30年代，纽约的自杀率呈上升趋势。参见 Galbraith, *The Great Crash: 1929*, pp. 132－137。

[20] 取样大小为30（控制组）和40（试验组）；参见 Shiller and Pound, "Survey Evidence," p. 54。

[21] 参见 N. R. F. Maier, "Reasoning in Humans. Ⅱ. The Solution of a Problem and Its Appearance in Consciousness," *Journal of Comparative Psychology*, 12(1931): 181－194；也可参见 Robert E. Nisbett and Timothy DeCamp Wilson, "Telling More than We Can Know: Verbal Reports on Mental Processes," *Psychological Review*, 84(3)(1977): 231－259。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四篇

理性繁荣的尝试



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 10 章 有效市场、随机游走和泡沫

传统观点认为，市场容易受过度繁荣和泡沫经济的影响，而有效市场理 177
论以及对这一理论广泛、细致的实证研究都为不赞成这种传统观点的人提供了理论依据。有效市场理论断言，在任何时候，所有的金融工具价格都能准确、及时地反映各种公共信息。也就是说，在任何时候，在给定公共信息的条件下，金融资产都能被准确地定价。有时价格似乎会过高或过低，但根据有效市场理论，这只是一种幻觉。

有效市场理论将股价描述为具有“随机游走”（random walk）的特点，因为价格是随新的情况而定的，而新的情况又很难预测，因此价格的变动也是很难预测的。利用股票市场数据，有效市场理论和随机游走假设已经被检验了许多次，这些研究发表在金融和经济学的学术期刊上。尽管这些出版物多次在统计上拒绝了这个理论，然而，还是有一些文章解释说，这种描述是真实的。关于这一理论的某些论据显得充分有力，并且包含了许多高质量的研究工作。因此，无论最终同意与否，至少应该严肃地对待这个理论。

◉ 有效市场和价格随机游走的基本论证

有效市场这个概念最初开始流行得益于 20 世纪 60 年代芝加哥大学尤金· 178
法马教授（Eugene Fama）及其同事的研究成果。不过，实际上有效市场的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

观点已经存在了很长时间。[1]早在1889年乔治·吉布森（George Gibson）出版的《伦敦、巴黎和纽约的股市》(*The Stock Markets of London, Paris and New York*）中就曾明确提到过这个概念。吉布森是这样描述的："当股票在一个开放市场公开发行时，其价值可以被看做市场最好的情报员。"[2]进入20世纪以来，有效市场理论在大学经济学系和金融系一直是必修课。这个理论通常被用来证明市场价值的上升是合理的。比如说，1929年股市的最高点就是合理的。普林斯顿的约瑟夫·劳伦斯教授（Joseph Lawrence）在1929年时得出这样一个结论："在有序的市场，即股票交易所中，对成千上万股票的价值判断都表明，在现阶段并没有定价过高。是否有人能够否决明智的人们所作出的这一判断呢?"[3]

在股市上，似乎很难做到通过低价买入高价卖出来赚大钱，这是支持有效市场理论的最简单也是最直接的证据。许多看上去非常能干的人们尝试这么做，但都没有取得持续的成功。不仅如此，要赚钱就必须与那些最有经验的投资者竞争，因为他们也在金融市场上进行交易，寻求相同的机会。如果有人认为一份资产不是被低估就是被高估了，那么他就应该想到：在那些有经验的投资者竭力寻找赚钱机会的情况下，这种被低估或高估的现象为什么还会存在呢?

如果能够找到贱买贵卖有利可图的方式，那么根据有效市场理论，那些有经验的投资者就会使资产的价格反映原来的价值。他们会低价买进某些股票，这会导致这些股票价格升高；或者大量卖出高价的股票，使得这些股票价格降低，而且如果股票被严重地错误定价，那么将会使那些有经验的投资者成为富人，由此也增加了他们对股市的影响力，从而有利于他们消除错误定价的现象。

不幸的是，股市往往不可能在几年或几十年时间内结束这种错误定价的现象。实际上精明的投资者经常不能抓住机会迅速赚钱，而且这种错误定价的情况何时结束也无法确定。如果今天真的有人知道市场将在下一个10年或者20年的时间里变得疲软，但是不清楚市场将具体在何时变得疲软，也
179 不能向广大的投资者证明这一说法，那么投资者就无法从中获得什么大的好处。所以，事实上并没有现实的证据来证明精明投资者一定能消除这种错误定价的现象。但是，有效市场理论的这一缺陷往往会被忽视。我们可以假设一个相同的有效市场理论：由于难以预测股市每天的变化，所以也将难以预测股市的任何变化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



◉ 关于精明投资者的思考

有效市场理论认为，能力的差别不会导致不同的投资行为。这个理论宣称，在投资行为中，最聪明的人也不会比最笨的人做得更好。这是因为，他们对股市细致的理解已经完全反映在股价中了。

如果接受有效市场理论的前提，那么就该知道，太聪明不是优点，而不太聪明也不是缺点。如果不太聪明的人在交易中不断遭受损失，这就预示着精明投资者将有一个获取收益的机会，因为他们与不太聪明的人做的事恰好相反。然而，根据有效市场理论，根本不存在这样的获利机会。

因此，根据这一理论，努力和智慧在投资中并不算什么。即使考虑了预期投资回报率，人们也可能随意选取股票，通常人们把这种投资方式比作在上市公司的清单上无目的地投掷飞镖，然后投资于飞镖投中的企业的股票。也正是因为这个原因，许多人认为不需要对上市股票定价是否过高太在意，并且可以完全忽视当天股票市场的不正常定价。

但是，为什么最聪明的人要设定所有的价格呢？许多似乎不太聪明或者消息不太灵通的人们也在买进卖出，但为什么他们对价格没有影响呢？

正如前面提到的，其中一个原因是精明投资者已经通过盈利的交易控制了市场，从而可以正确地设定价格。而不太聪明的投资者所持的份额很小，不足以形成强大的力量。这个说法很容易引起争论。首先，如果因为精明投资者操纵了市场，那么就必须存在对他们有利的交易，否则他们就无法运用其智慧来操纵市场。不仅需要存在盈利的交易，而且这种交易应当能够持续地进行下去，否则精明投资者就会从市场中退出，而新的投资者将会代替他们的位置。但是我们不能证明精明投资者在 100 年前就控制了股市，而且从那时起，他们就一直控制着金融市场，这是因为从前那些精明的交易商们早就不在人世了。

另一个支持有效市场理论的论据是专业投资者、机构资金管理者或者股票分析师都没有能力操纵整个市场。事实上，如果我们将机构基金账户中的交易成本和管理费用剔除之后，就会发现机构投资者的表现通常并不会超过股市的平均表现。这个结论或许很让人费解，因为人们常常认为，专业投资者受过更多的投资训练，应该比个人投资者更有系统性。事实上，这个结论并不那么难以理解。因为个人投资者总是会向专业投资者咨询意见，他们也可以观察到（尽管已有时间差）专业投资者的行为。所以，即使专业投资者 180

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的分析对其他人来讲非常宝贵，但在实际上专业投资者的表现就代表了整个市场的表现。拥有较多固定资产的个人投资者大都是受到良好教育和明智的人，而且最近的一些研究表明，只有将专业分析师的建议迅速付诸实施，它才具有一定的价值。[4]

最终，对于“比较明智的人有可能赚更多的钱”这个论断，在研究的时候没有发现强有力的证据，是因为没有适当的方法来衡量投资者的聪明程度。机构投资者并不一定比个人投资者聪明。我们没有数据库显示投资者的智商，从而来将他们的表现与智商相比较。不过即使有这样的数据库，也不清楚是否现有的智商测试能够正确衡量人的能力。

朱迪思·谢瓦利尔（Judith Chevalier）和格伦·埃利森（Glenn Ellison）曾经做过一个调查，他们把投资经理们的大学平均学术能力测试（SAT）成绩列成一张表，得到了与投资经理的智商比较接近的数据。他们确实发现，SAT 成绩较高的经理，其公司运作得更好，甚至在控制其他因素方面也是如此。[5]

另一种检测是否“比较明智的人有可能赚更多的钱”的方法是看其能否持续成功地投资。如果我们有个体交易者的交易数据，并且其中一些人要比其他交易的人更聪明，那么我们应该能够通过交易数据发现一部分人账户上的钱持续减少，而另一部分则相反。事实上，我们能够通过投资者过去的成功投资记录来测量其投资的聪明度，然后再与其后续的成功记录进行比较。

现有的研究表明，就长期而言共同基金是唯一能够稳固持久地进行成功交易的投资者。[6]不过，共同基金是机构投资者在操作，而非个人投资者。个体交易者广泛的交易数据则几乎无法获得。

但是在最近的研究中，研究者获准使用了台湾证券交易所的所有交易者的日交易数据，该交易市场保留了个体投资者持续 5 年的交易数据。在研究中，找到了大量持续的成功交易。[7]同时还发现，大部分交易者在交易当天
181 甚至没有从他们的交易中赚足够的钱来抵消他们的交易成本，而其他很少一部分交易者却能够持续做到。那些买进当日就被套的交易者会选择等待，而买进当日就成功获利的投资者其账户的交易量则会进一步增大。

虽然这些研究没有解决聪明与投资成功关系的问题，但是，根据现有的证据，我认为聪明和努力的人长期能获得更好的投资业绩，这一点是不容置疑的。而这一结论恰恰与有效市场理论的观点相悖。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

◉ “明显”错误定价的例子

尽管有效市场理论在广大公众的心目中占据着权威地位，但是也常有人公然举例提出反对意见。事实上，现实经济生活中存在着许多错误定价的例子，媒体也常常报道此类案例。比如，从许多互联网股票的价格判断，公众似乎曾经一度过高估计了它们的潜力。

1997年成立的E-Toys电子玩具公司在互联网上销售玩具。1999年该公司股票首次公开发行时价值80亿美元，大大超过了老字号的积木玩具零售商R-Toys公司60亿美元的市值。然而，E-Toys电子玩具公司1998财政年度的销售额仅为3 000万美元，而R-Toys公司当年度的销售额为112亿美元，几乎是E-Toys公司的400倍。该年度E-Toys公司亏损了2 860万美元，而R-Toys公司却净赚了3.76亿美元。[8]事实上，和其他玩具零售商一样，R-Toys公司目前已经建立了自己的网站。虽然在发起网站的初期有些困难，但是R-Toys公司被认为比E-Toys公司更具有长期的竞争优势，因为R-Toys公司规定，如果客户对网上购买的玩具不满意，可以到任何一个零售商处退货或咨询。此外，在吸引回头客方面，R-Toys公司的网站也做得非常好。尽管人们对E-Toys公司存在诸多怀疑，却还是会投资它。不久，这些怀疑就被证实是正确的。E-Toys公司提出破产申请，在2001年从纳斯达克摘牌，最终，在2001年5月E-Toys公司把网站卖给了KB-Toys公司，而这个公司最后在2004年1月也申请破产了。

在许多市场观察家看来，在1999年和2000年整个市场处于顶峰时，像E-Toys公司这样的股票，其极高的市场价格显得很荒谬。但是，这些市场观察家对市场的影响力并没有使错误定价现象得以纠正。他们该采取什么样的行动来纠正价格的扭曲呢？那些怀疑股票价值的人会试图卖空，一些人也许能成功，但是因为股价被热情的投资者哄抬的可能性总是存在，因此他们卖空的做法会受到限制。我们将看到其他一些原因。荒谬的价格有时会持续较长一段时间。

很显然，这些股票的投资者对投资的长远潜力考虑得不是很清楚，而股票市场中也没有一种力量能阻止投资者过高定价。这些证据是否有力地反驳了市场的有效性呢？还是至少对于一些股票是这样的？如果有些股票可以被过高定价，而那些股票又是市场的一部分，那么这是否意味着股票市场作为整体可以被高估呢？ 182

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

◉ 卖空限制和“明显”错误定价的持续

如果市场中经常存在对于卖空活动的限制，那么即便有大量资金在不断寻找错误定价的资产，“明显”的错误定价也还是会发生。1977 年，新奥尔良大学教授爱德华·米勒（Edward Miller）在《金融学杂志》（*Journal of Finance*）上发表了一篇文章，在这篇文章中他首次提到了上述观点，这使得那些支持有效市场理论的学者们感到惊奇。

米勒的观点实际上很简单。假设一只股票或者郁金香，或者其他别的什么东西，被一小群狂热者所抢购，他们会疯狂地相互竞价，并尽可能多地购买该项资产。有效市场理论并没有提到市场中不存在狂热者，它只是提出最终会由那些有经验的投资者来决定市场的价格。但如果狂热者失去理智不断购买，并且最终成为该项资产的全部持有者，谁能够说这些资产的价值不会被过分高估呢？当然，那些有经验的投资者并不会那么疯狂，他们可能会卖空该项被高估的资产，从而在其下跌的过程中获利。但是，如果他们无法借入这一资产，那么唯一能够参与该项资产的活动就只有购买了。因此，最终的结果是，他们将面临被迫出局的境地。有卖空限制的市场会被大幅高估，那些有经验的投资者了解这一情况，但却无法以此来获利。[9]

卖空限制是真实存在的。一些国家的政府甚至根本不允许卖空行为。即便在允许卖空的国家里，卖空行为也无法得到足够的机构支持。其中部分原因是，在这些国家里人们普遍对卖空者很反感，卖空者的各种行径都受到指责。纽约证券交易所过去曾有一个有序的股票借贷市场，融券券商们在此进行交易。但在 1929 的股灾后，这个市场就被关闭了，卖空者因此受到了广泛的谴责。[10]

难以进行卖空交易对证券的错误定价影响很大。3Com 公司在 2000 年 3 月股市处于顶峰时出售其子公司 Palm 的案例就是一个很好的错误定价的例子。在首次公开发行中，3Com 公司将其生产个人数码工具的子公司 Palm 公司 5%的股票卖给了公众投资者，同时声称不久后将卖掉其所持有的 Palm 公司的剩余股份。于是最初 Palm 公司 5%的股票涨到了相当高的价位，如果剩余的 95%的股票也值同样的价钱，那么其总市值将超过 Palm 公司所有者 3Com 公司的市值。这显然是错误的。不过，2000 年 7 月借入 Palm 公司股票的成本达到了一年 35%，这使得那些有经验的投资者根本无法通过卖空 Palm 公司，以及买进 3Com 公司的股票来获利。[11]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Palm 公司的例子有些极端，但它说明了卖空限制的影响。其实，除了很明显的利息成本，还有很多因素阻碍了卖空行为，比如政府的、人们心理上的以及一些社会性的因素。

◉ 错误定价的统计论证

单凭几个所谓的资产错误定价的实例，很难得出任何实际可靠的关于市场有效性的结论。事实上，有系统性证据表明，用传统衡量方法判定的“过高定价”的公司在此之后的表现不尽如人意。许多金融学术杂志上的文章并不是用几个例子，而是通过对许多公司大量数据的系统估计来证明这一点的。

斯蒂芬·菲格莱斯基（Stephen Figlewski）在 1981 年指出，投资难以卖空的股票可能影响投资的收益。[12]在股市中更普遍的情况是，被过高估值的股票会比被低估价值的股票表现得差。1992 年，尤金·法马和肯尼思·弗伦奇（Kenneth French）在市盈率高的股票中也发现了这一点。[13] 1985 年，据沃纳·德邦特和理查德·塞勒尔的报道，公司股票的价格在五年之中大幅攀升，但在接下来的五年中，价格趋于下跌，而那些在前五年内价格大幅下跌的公司，在接下来的五年中价格持续上涨（在第 7 章中，我们看到全世界股市有相同的趋势）。[14] 1991 年杰伊·里特（Jay Ritter）发现，公司股票的首次公开发行总是出现在行业投资热的高峰时期，然后在接下来的三年里表现为缓慢和持续的价格下跌。[15]所以，股价有回归到平均值（或者长期的历史价值）的趋势，即涨幅大的股票有下跌的趋势，跌幅大的有上涨的趋势。

这些发现以及许多调查者的相似发现，促成了一个市场策略——价值投资（value investing），也就是挑选那些被传统方法低估的股票。因为这些股票只是暂时被投资者忽略，最终还是会升值的。这个策略的另一个方面是将 184
高估的股票卖空。也许有人认为，价值投资者对股市的影响会下降，甚至有可能在一段时间内消除股票价格与其回报率之间的联系，价值投资者追求的是买进定价过低的资产，这会拉高价格，并转移对高价资产的需求。

当投资者一窝蜂地去投资时，许多价值投资策略有可能并不起作用，但是整体上说，价值投资并不是永远不可取的。远离那些被高估的股票，才是明智的战略。

而且，即使价值对股票收益的影响消失了，也不意味着价值对整个市场长期收益的影响会消失。价值投资者的战略特征是，从定价过高的个别股票

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中退出，但在整个市场出现定价过高时不退出市场。

◉ 收益变化和价格变化

另一个论点是，市场基本是有效的，然而从最广泛的意义上来说，这个论点仅仅指股票的价格大致是随收益变化的。不过，实证研究表明，尽管收益的波动很大，但是市盈率的变化却始终维持在一个相对小的范围内。

最近，投资分析师彼得·林奇（Peter Lynch）频繁地出现在媒体上。富达投资集团（Fidelity Investment）的广告中刊登了他的一张整版巨幅照片，并用红色的大号字写道："尽管第二次世界大战以来有 9 次经济萧条时期，但是因为收益增长了 54 倍，股市仍然上涨了 63 倍，收益水平推动着市场的发展。"这则广告的目的在于，让读者相信价格的增长是取决于收益增长的。但事实上，这些数据都具有欺骗性。[16]由于彼得·林奇作比较时选取的时间间隔较长，又没有考虑通货膨胀因素，而且第二次世界大战结束时收益水平比较低，所以他可以找到这样一种联系。但是如果选择其他的例子，价格的变化就不再取决于收益的增长了。林奇的说法表明了一种普遍的看法 股价大致是取决于收益的变化的，这也证明了，股市的价格波动不是由于投资者的任何非理性行为造成的。

我们已经指出，在美国历史上只有三个比较大的牛市，即三个股价持续
185 飞速增长的时期：20 世纪 20 年代的股票牛市，结束于 1929 年；20 世纪 50 年代和 60 年代的牛市，紧接着就是 1973—1974 年的崩盘；第三次是 1982 年起至今的牛市。（也许有人会算上 1901 年达到最高点的那次牛市，但那次涨幅不大。）

第一次牛市——1920—1929 年——是收益迅速增长的阶段。在这个阶段，实际标准普尔综合股价指数的收益增长了两倍，而股票的实际价格上涨了大约 6 倍，股市的变化也许被认为是对收益变化的反应，尽管这个反应大了些。

但是在第二个牛市的时候，这种价格上涨和收益增长之间的联系就不是很明显了。大部分价格上涨发生在 20 世纪 50 年代，从 1950 年 1 月到 1959 年 12 月，实际标准普尔综合股价指数大约增长了两倍。但标准普尔的收益仅仅增长了 16%，从历史标准来看是低于平均水平的。从整个经济增长状况来看，20 世纪 50 年代的增长水平虽然不如 40 年代和 60 年代，但比平均水平要略高一些：1950—1960 年实际国内生产总值年均增长率为 3.3%。

第三次牛市时，股票实际价格从 1982 年到 1999 年一直持续上涨，但是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收益水平却没有增长，实际标准普尔综合股价指数在 1991 年萧条时期的最低收益水平要低于 1982 年萧条时期的最低收益水平，但是在 1999 年却是 1982 年的 2.5 倍。所以，在这次牛市时期，价格就不能仅仅看做收益增长的结果了。

这些例子都表明，收益增长和价格上涨的联系并不紧密，认为它们之间联系紧密从而否定泡沫理论是不正确的。

◉ 市盈率和长期收益之间的历史联系

实际上，价格的变动与收益具有很大的相关性。从历史上看，相对于长期趋势的收益，价格波动很容易向相反的方向发展。图 10.1 是一幅散点图，其横轴是 1881—1994 年每年 1 月份的市盈率，纵轴是此后 10 年股市的实际（经通胀调整的）年收益率。这个散点图使我们可以直观地看出市盈率能够很好地预测长期（10 年）收益率。这里只有 1 月份的数据，如果一年 12 个月的数据都被标出，这个散点图就无法阅读了。当然这种制图方法的不足之处是：我们只能展示 1 月份的数据，从而忽视了市场的许多峰值和谷值。例如，我们缺少了 1929 年市场的峰值，也没有紧随其后的负收益。图 10.1 所显

186

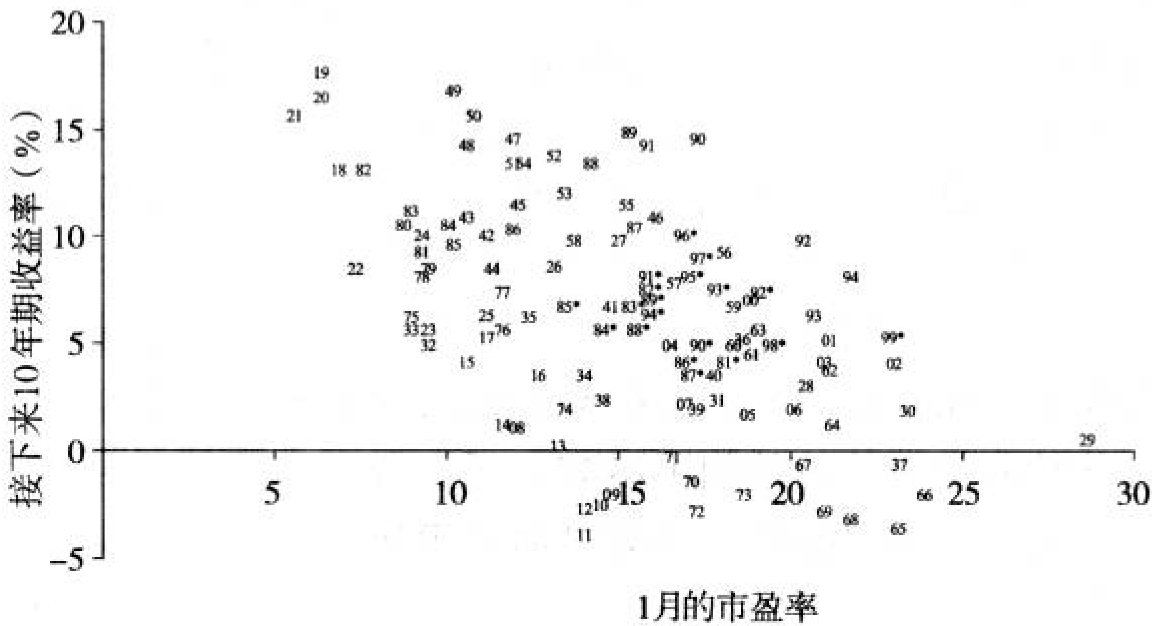


图 10.1　市盈率对 10 年收益率的预测

该图是根据市盈率作出的 10 年期的收益率散点图。横轴是每年（1881—1994 年）1 月份的市盈率（同图 1.3），20 世纪的年份前去掉了 19，19 世纪前的年份去掉了 18，并且用星号标出。纵轴是在每年的 1 月份将标准普尔综合指数用于投资的年均收益。

资料来源：作者计算时所使用的数据来源同图 1.2。也可参见第 1 章的注释 [3]。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

示的市盈率与图 1.3 是一致的。每一年都以其年数的最后两个数字表示，其中 19 世纪的年份用星号标出。[17]

由于横轴所示的市盈率在每 10 年开始的时候就已经知道了，故图 10.1 展示了市盈率是如何预测收益率的。这幅散点图是由我的同事、经济学家约翰·坎贝尔（John Campbell）和我共同完成的。1996 年 12 月 3 日，格林斯潘刚刚结束其非理性繁荣的演讲，这张图成为了摆在美联储董事成员面前最强有力的证据。图 10.1 与我们那次会议所给的图略有不同，我们现在多给出了 8 年的数据，即 1987—1994 年，所以这 8 个新点被添加到了原来有 106 个点的图上。

这些点从左端最高处到右端最低处显示了一定程度的倾斜。在诸如点 1920 年 1 月、1949 年 1 月、1982 年 1 月左边时期的长期收益率是很高的。而在诸如点 1929 年 1 月、1937 年 1 月、1966 年 1 月右边时期的长期收益率
187 是很低的。这里有一些很重要的例外，如 1899 年 1 月，尽管市盈率为 22.9，其 10 年期收益率仍高达每年 5.5%。另外如 1922 年 1 月，尽管市盈率只有 7.4，其 10 年期收益率仍为每年 8.7%。平均来看，这幅散点图总的规律是：低市盈率的年份有着高的收益率，而高市盈率的年有着较低或者负的收益率。

尽管有人质疑其统计显著性，因为这 115 年的数据事实上只有不到 12 个有效值，因为在图中每 10 年的平均数据是同一个点，但市盈率与其同期收益率的相关性还是比较强的。事实上，类似统计显著性的相关学术争论始终存在，一些复杂问题的统计方法仍处于研究中。[18]然而，我们相信以上得出的相关性是统计显著的。图 10.1 证实了对那些把资金投资于市场整整 10 年的长期投资者而言，若投资起始时股价相对于公司收益处于较低水平，则其长期的投资收益会相对较高。而若投资起始时股价相对于公司收益处于较高水平，那么其长期投资的收益则不尽如人意。我个人建议长期股票投资者应该在股价处于较高水平时减持，比如目前的市场就是这样，而在股价处于较低水平时俟机进场。[19]

2000 年市场达到顶峰时，股市的平均市盈率超过了 45，远远超出了正常的历史范围。如果把这样一个市盈率标记在横轴上，就要画在图的外面了。在本书 2000 年的第一版中，我并没有使用这个图来作为预测股票市场的基础。这个预测让人们难以相信。如果有人想用直线或曲线来拟合这些散点，由于 2000 年的市盈率是在历史范围之外的，这个曲线的形状将会受到很大影响。这个图告诉我们，从 2000 年开始到 2010 年进行长期投资，预期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的平均收益率将是负数。如果用 20 世纪中期的市盈率来计算，那么 2004—2014 年其预期实际收益率为零，这个预测让人觉得难以置信。

对于图 10.1 所示关系的真实性产生质疑的原因是，正如图中计算的数据（使用 10 年期的移动平均收益率），从历史上看，当价格相对于收益率很高时，以股息表示的收益率是很低的；而价格相对于收益率很低的时候，以股息表示的收益率则是相对较高的。[20] 2000 年市盈率创出新高，而股息收益率则刷新了最低纪录。2000 年 1 月，标准普尔的股息仅是价格的 1.2%，远远低于 4.7%的历史平均水平。2004 年，整个市场走低，股息有了一定的增长，达到了 1.7%，但仍然处于较低水平。当一个人所获得的股票股息如此之低，他将调低对于投资收益率的预期。毕竟股息是持有股票全部收益的一部分（其余部分是资本利得），而且一直就是股票平均收益的重要组成部分。股息获得的是可靠的收益，而资本利得的收益就不那么好预测了。 188

当股息很低的时候，持有股票的收益率也很低，除非低的股息本身能够预测股票价格的上升。所以，在股息低的时候人们期望股票价格比平时涨得更多，从而抵消低股息导致的收益率下降。不过历史数据显示，当股息相对于股票价格较低时，随之而来的并不是未来 5～10 年内股票价格的上升。恰恰相反，当股息相对于股票价格低的时候，往往跟随着很长时期的股价下跌（或者说增长率比平时下降）。因此，此时投资者的总收益将受到双重打击：一方面是低的股息，一方面是股价下跌。所以，一个简单的道理是：当人们获得的股息相对于购买股票的价格低时，不是购买股票的好时机，这一道理已经被历史证明是正确的。

◉ 股息变动和价格变动

一些经济学家指出，股票实际价格的变动与实际股息的变动有着紧密的联系。[21]股息变动能被看做根本价值的显示器，所以这些经济学家们提出：有证据表明股价是由真实价值推动的而非投资者的态度推动的。

我觉得，这些经济学家夸大了股息与价格变动之间的关系，事实上股价的波动并不是与股息的波动密切联系的。回顾一下 1929 年 9 月的股市高峰和 1932 年 6 月的低谷，根据标准普尔实际指数，股市下跌了 81%，而实际股息只下跌了 11%。在 1973 年 1 月股市高峰和 1974 年 12 月股市低谷期间，根据标准普尔实际指数，股市下跌了 54%，而实际股息只下跌了 6%。还有其他许多这样的例子。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们所看到的实际价格和实际股息的互动现象，很有可能缘于股息对相同的因素所作出的反应，这些因素可能包括投机性泡沫非理性地影响着价格。投资经理们设定股息，这样做在一段时间内会使股息率，也就是分红比
189 率各不相同。投资经理属于投资大众文化的一部分，所以也和公众一样，常常受各种不同的乐观或者悲观态度的影响。他们也许会允许这种感觉影响股息政策的决策行为，所以价格和股息本质上有些相似，因而它们都易受潮流和时尚的影响。

总的来说，股价有其自身的规律：它不是简单地随着收益或股息的变动而变动，也不是由未来收益或股息的信息所决定的。为了真正了解股价变动的原因，我们需要观察一下其他方面。

◉ 过度波动和总体情况

在金融学术杂志上，有许多有关市场有效性的论据，但是很难说这些论据是支持有效市场理论还是反对它的。近几年来，在有效市场理论中发现了许多不规则现象。其中包括 1 月现象（January effect）（股价在 12 月到来年 1 月之间容易上涨）、小公司现象（small-firm effect）（许多小规模公司的股票容易有较高的回报率）、星期一现象（day-of-the-week effect）（股市在星期一表现较差）和其他许多现象。[22]我们如何将这些现象解释成支持有效市场理论的论据呢?

认为这些现象仍然支持有效市场理论的一种说法是，大多数现象所产生的影响较小，并不是股票牛市或者熊市的重要因素。另一个说法是，这些现象在被发现后很快就消失了。的确，1 月现象和小公司现象好像已经消失了。但这种对此类研究结果的概括似乎难以令人信服。按照有效市场理论支持者的逻辑，一方面，这些不规则现象持续时间较长，显示了金融市场的非有效性；另一方面，这些现象的消失则表明了有效市场理论的正确性。[23]

市场有效理论的主要支持者默顿·米勒（Merton Miller）注意到确实有许多细小的不规则现象，但是他认为，它们是微不足道的："我们将所有这些事实抽象并构造成模型，并不是因为这些事实不有趣，而是因为它们太有趣了，所以可能会分散我们的精力，使我们不再注意主要的问题——普遍的市场力量。"[24]但是，他没有解释市场力量是不是理性的。

将星期一现象以及与此相似的各种现象的细节抽象化（就像米勒所做的那样），我们能从整体上讲股市是有效的吗？多年的股市价格大幅变动是否

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



真的反映了企业重要变化的信息？

市场中不存在短期运动或者惯性——股价指数每日或每月的变化没有多大的可预测性，这些证据都不能给予我们任何有关整体有效性的论证。我们 190
已经从简单的经济原理中知道，股价每天的变化是无法预测的。因为如果能够作出这样的预测，就可能产生极高的收益，而这样高收益的机会是不太可能存在的。

判断是否有论据证明有效市场理论基本正确的方法之一是：在较长时间内，观察股息的变化能否证明股票价格波动的合理性。这个方法我已经在 1981 年发表于《美国经济评论》的一篇文章中进行了阐述［同时，斯蒂芬·勒罗伊（Stephen Leroy）和理查德·波特（Richard Porter）也写了类似的文章］。如果股价的变动像有效市场理论最初所说的那样，能够用公司未来分配的股息来说明，那么按照有效市场理论，我们就不可能只有波动的价格而没有波动的股息。[25]

事实上，我的文章得出的结论是，美国综合股价超过了由股息变动决定的价格上涨趋势，因为股息目前表现出了前所未有的平缓增长趋势。得出这个结论时，金融界比现在要更相信有效市场理论。这个结论引起了非常大的反响，我因此受到了许多攻击。股价比股息现值（dividend present value）更易波动。除了两者之间的差别是否有统计上的重要意义以及我对这种差别的解释是否切中要害这两点还有待商榷以外，没有人能对这一现象提出质疑。

我的文章中有一幅结论性的图，它显示了 1871—1979 年实际标准普尔综合股价指数。同时在这幅图上，还有一条股票股息现值的曲线。股票股息现值是这样计算的：我们先算出在某一个年份之后，构成实际标准普尔综合股价指数的股票每一年实际分发的股息是多少，然后将其折现至开始时的年份，这就得到了那个年份的股票股息现值。2003 年，这幅图有了更新的版本（见图 10.2），展示了股票价格和红利现值。在这个版本的图中，我展示了实际股票价值以及根据不同的贴现率所得的三种现值，一种是固定贴现率，一种是与固定贴现率和一年期利率有关的比率，第三种是基于实际人均消费支出的比率。[26]这三种不同的贴现率代表了三种不同的经济理论，在此我不赘述，只是给出经济学家广泛使用的贴现率假设区间。

股息现值在当年并不十分确定，因为它完全由此后年份的股息决定，而此后的股息在当时还没有支付。根据有效市场理论模型，未来股息的现值就是当年股票的真实价值。那么当年股市的实际水平，也就是图 10.2 所示的股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

191

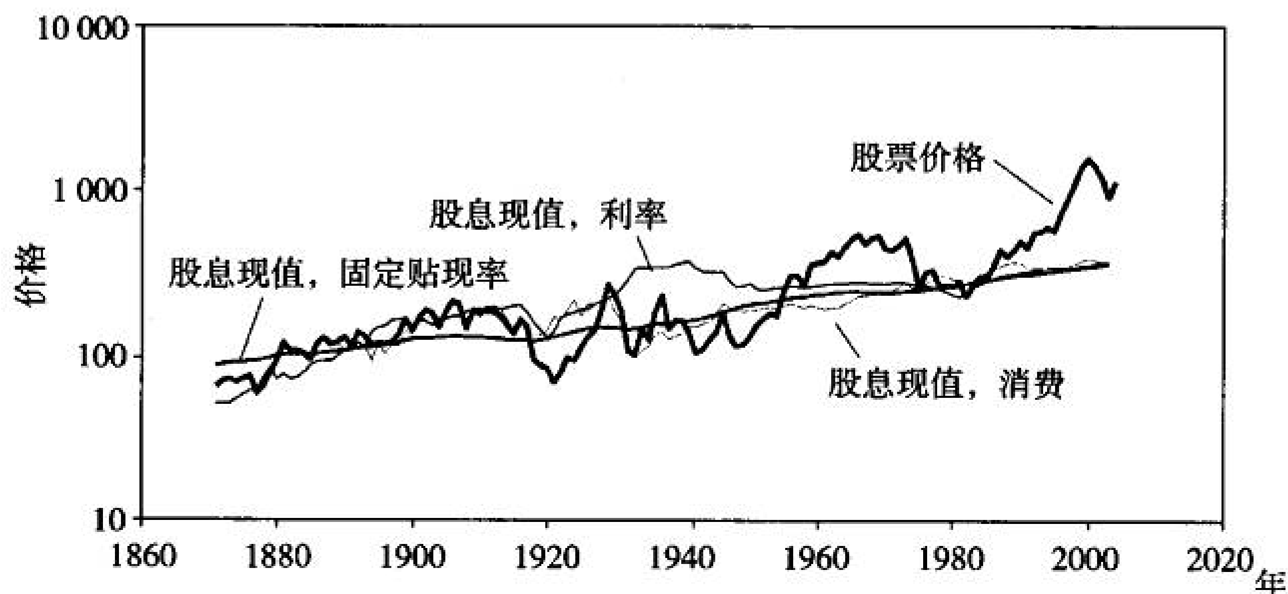


图 10.2　股票价格和股息现值

标准普尔综合股价指数，一条线是 1881—2004 年的股价，其他三条线分别是：经过利率调整的股息现值；经过人均消费调整的股息现值，经过固定贴现率调整的股息现值。

价，应当被认为是股票真实价值的最优预测。因为这种预测是根据当年市场上有关股息现值的信息作出的。

对照这幅图，我们可以看到整个市场的情况以及证明美国股市整体有效性的重要证据。如果股息现值随时间起伏很大，或者如果实际股价能够准确地预测股息现值的变化，从而显示出与股息现值相同的变动趋势，我们就可
192 以认为，有证据表明股价的变动是符合有效市场理论的。但是我们没有看到现值序列比价格序列本身波动更大，而且在最后的 50 年里，所有的现值序列都比价格序列波动更小，因此没有迹象表明股价能预测股息现值。[27]

有固定贴现率的股息现值是非常稳固的并且呈现出一定的趋势。一部分原因是，用来计算当前价值所使用的数据延伸到了未来一段时期内；另一部分原因则是股息本身没有显著的变化。因为能从很长的一个时间段来考察现值，在一些早已熟知该理论的人（那些研究它，并对它的数量有直观把握的人）看来很明显的是：历史上这些大的股市价格波动事实上与股息后来的变动没有什么联系。也许有人会说，100 多年的时间对于发现这种联系来说不够长。但是事实仍然证明了股票价格和股息现值的这样一种联系并不存在。

在 20 世纪的前 50 年里，基于市场利率贴现计算的股息现值比基于固定贴现率计算的股息现值波动更大，以致现值根本无法反映股票的实际价格。正如我们从图 10.2 所看到的，使用基于市场利率的股息现值在 20 世纪 30 年代的大萧条时期是非常高的，当时的实际利率很低，股市就是在这种状况之下经历了若干周期。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在刚开始的时候，基于消费支出计算的股息现值与基于市场利率计算的股息现值差别不大。这个当前价值事实上是弥补了 1929 年股票市场的崩盘，在早些年显示了与实际价格相同的变化率。[28]但是这一当前价格的变化并未与有效市场理论保持一致，当然在近几十年变化也不大。

我在 1981 年提出了股价变动过大而不能与有效市场保持一致的观点。假设股票价格被认为是股息现值的最优预测值，那么如果公司的价值呈现平缓的增长趋势，股票价格则不应该不规则地变化。如果公众能够完美地预测未来，价格就有可能像现值一样不稳定，在那种情况下，价格应当与现值完美吻合。如果公众不能很好地预测未来，那么预测的价格将会围绕真实价值上下波动。但这不是我们在图 10.2 中见到的情形。

从图 10.2 中我们可以看出，媒体对企业因为短期前景看好而引起股市上涨的这种说法是具有误导性的。如果有效市场理论是正确的，近期内暂时性的经济萧条实际上不会对股价产生什么影响。历史上的衰退一直以来都是短暂、微弱的，从而无法证实与它们相联系的股票市场的变动。相反，如果根据有效市场理论来解释，股价的波动应当是对实际股息的长期预测作出的反应。但是在整个美国股市的历史中，股息波动是沿平缓的趋势上升的。 193

在 1981 年的论文中，我认为，使股价的波动性与有效市场模型相吻合的方法是，假定股息的历史性波动并不代表潜在的波动。也就是说，人们可以这么认为，虽然股息变动碰巧没有发生在我们所观察的这个世纪的数据中，但无论在什么情况下，所观察到的市场价格的波动都是人们出于对可能、主要和持久的股息变动的考虑。举例来说，人们可以考虑到一个重大而很少发生的事件，比如政府对股市的国有化使得股息骤然减少，或者一个技术上的突破使现有公司能够支付高达几倍的股息。

我以前也提到过，我的发现受到了广泛的批评。其中最显著的批评来自罗伯特·默顿（Robert C. Merton），他是一位杰出的金融理论家，后来还获得了诺贝尔经济学奖。他作为美国长期资本管理公司（Long Term Capital Management）对冲基金（hedge fund）的主要负责人也遭受了严重的经济损失。默顿和特里·马什（Terry Marsh）一起在 1986 年的《美国经济评论》中发表了一篇文章反驳我的观点，并得出了一个具有讽刺意味的结论：投机市场并没有太大的波动。[29]

约翰·坎贝尔和我写了许多论文，试图为这种过度波动的说法寻找更有力的证据。我们建立了一个数据模型，来分析这个问题以及其他被许多批评家强调过的问题。[30]我们认为有非常有力的论据证明股市违反了有效市场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

模型。

然而，我们的研究仍然没有彻底解决这个问题，因为所能提出的数据问题太多，而且仅仅只提供一个多世纪的数据是不能得出任何结论性的东西的。

还应该指出的是，金融市场波动的一些基本矛盾也许可以由未来股息或收益的信息来解释。在过去的100年中，美国公司的股息非常有规律，也许这可以归结为运气，而不是股息走向存在固定的规律。坎贝尔和我将趋势的不确定因素考虑在内，对数据研究的结果进行了解释，我们预测美国股市年回报率波动的27%是未来股息的真实信息造成的。[31]坎贝尔和约翰・阿默尔
194 (John Ammer) 用同样的方法以及一组更近的数据（战后的数据）发现，只有15%的美国月度回报率的波动是由于有关未来股息的真实信息引起的。[32]

我发现长期利率水平过度波动的证据较少，没有证据证明各股价指数之间的差额存在着过度波动。[33]就单个股票而言，其未来股息的现价波动比整体市场的波动更加厉害，因此其显示了比整体市场较少的过度波动。[34]投机性泡沫引起的过度波动可能是推动投机市场发展的因素之一，这种因素的重要性随市场的变化而不同。我们并不总是处于一个过度波动的情形中。

但是现在我们的股市、房地产市场甚至商品市场似乎都正处于这样一个环境中。为这些市场近期价格水平过高而辩护的人们很难举出鼓舞人心的事实，他们认为，在这些市场的价格激增应该被解释为理性的有效市场对真正新信息的反应。

另一些辩护者对这些突然增高的价格有着完全不同的解释。为了证实市场上价格上升的合理性，这些辩护者放弃了市场总是有效的观点，他们认为这些市场只是在逐渐变得有效，这是人们在经历了许久的无知之后，才明白的一个真理。这种说法与市场本质上就是有效的形成了鲜明的对比。考虑到很多人都在推进这一说法，我们还不能拒绝它。我们将在下一章评价这种观点。

【注释】

[1] 参见 Eugene Fama, "Efficient Capital Markets: A Review of Empirical Work," *Journal of Finance*, 25 (1970): 383-417。

[2] George Gibson, *The Stock Markets of London, Paris and New York* (New York: G. P. Putnam's Sons, 1889), p. 11.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



[3] Joseph Stagg Lawrence, *Wall Street and Washington* (Princeton, N. J. : Princeton University Press, 1929), p. 179.

[4] 如果不算交易费用以及必须跟上职业分析家不断改变的看法等原因，听取他们的建议似乎确实有一定好处。参见 Womack, "Brokerage Analysts' Recommendations"; Brad Barber, Reuven Lehavy, Maureen McNichols, and Brett Trueman, "Can Investors Profit from the Prophets? Consensus Analyst Recommendations and Stock Returns," *Journal of Finance* 56(1) (2001): 531 - 63。第二篇文章认为除了交易费用，"一致的建议对投资者来说还是有价值的，否则他们不会考虑买或卖" (p. 562)。

[5] Judith Chevalier and Glenn Ellison, "Are Some Mutual Fund Managers Better than Others? Cross-Sectional Patterns in Behavior and Performance," *Journal of Finance*, 54(3) (1999): 875 - 899.

[6] 例如，William Goetzmann and Roger Ibbotson, "Do Winners Repeat? Patterns in Mutual Fund Performance," *Journal of Portfolio Management*, 20 (1994): 9 - 17; Edwin J. Elton, Martin Gruber, and Christopher R. Blake, "Survivorship Bias and Mutual Fund Performance," *Review of Financial Studies*, 9(4) (1996): 1097 - 1120; Edwin J. Elton, Martin Gruber, and Christopher R. Blake, "The Persistence of Risk Adjusted Mutual Fund Performance," *Journal of Business*, 69 (1996): 133 - 137.

[7] 参见 Brad M. Barber, Yi-Tsung Lee, Yu-Jane Liu, and Terrance Odean, "Do Individual Day Traders Make Money? Evidence from Taiwan," unpublished paper, University of California, Davis, 2004。

[8] Andrew Edgecliffe, "eToys Surges after Listing," *Financial Times*, May 21, 1999, p. 29.

[9] 从理论上来说，即便没有狂热的购买者，卖空限制在资产价格超过了其实际内在价值的时候也可能出现。也就是说，当人们完全理性的时候，从众所周知的经济模型中，人们明白价格在未来的某一确切的日子会回落。数理经济学家用资产估价过高的相关知识从理论角度给出了理性预期模型，但这一知识并不是众所周知的。在这本书中，对卖空限制的陈述不是从一个普通的终值角度引出的。每一个人都知道价格会下跌，但人们还是希望能在价格下跌之前把资产卖个好价钱。参见 Frankin Allen, Stephen Morris, and Andrew Postlewaite, "Finite Bubbles with Short Sale Constraints and Asymmetric Information," *Journal of Economic Theory*, 61 (1993): 206 - 229。

[10] 参见 Charles M. Jones and Owen A. Lamont, "Short Sale Constraints and Stock Returns," *Journal of Finance* (November 2002)。

[11] 参见 Owen A. Lamont and Richard H. Thaler, "Can the Market Add and Subtract? Mispricing in Stock Market Carve-Outs," *Journal of Political Economy*, 111 (2003): 227 -268。

[12] 参见 Stephen Figlewski, "The Informational Effects of Restrictions on Short Sales: Some Empirical Evidence," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 16 (1981): 463 -

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

476。非格莱斯基关于卖空的计算可能不是特别准确，还有其他一些更好的用于预测收益的方法。参见 Joseph Chen，Harrison Hong，and Jeremy C. Stein，"Breadth of Ownership and Stock Returns，" *Journal of Financial Economics*，66（2002）：171－205；Anna Scherbina，"Stock Prices and Differences in Opinion：Empirical Evidence That Prices Reflect Optimism，" working paper，Kellogg Graduate School of Management，April 2001。

[13] Sanjoy Basu，"The Investment Performance of Common Stocks Relative to Their Price-Earnings Ratios：A Test of the Efficient Markets，" *Journal of Finance*，32(3)（1977）：663－682；Eugene Fama and Kenneth French，"The Cross Section of Expected Stock Returns，" *Journal of Finance*，47（1992）：427－466. 当股价过高的时候公司经理是知道的，于是会减少发行新的股票。因此，公司为发行股票融资对未来收益而言并不是件好事。参见 Malcolm Baker and Jeffrey Wurgler，"The Equity Share in New Issues and Aggregate Stock Returns，" *Journal of Finance*，55(5)（2000）：2219－2257。

[14] Werner De Bondt and Richard H. Thaler，"Does the Stock Market Overreact?" *Journal of Finance*，40(3)（1985）：793－805；也可参见 James Poterba and Lawrence Summers，"Mean Reversion in Stock Prices：Evidence and Implications，" *Journal of Financial Economics*，22（1988）：26－59。

[15] Jay R. Ritter，"The Long-Run Performance of Initial Public Offerings，" *Journal of Finance*，46(1)（1991）：3－27。

[16] 引用美林证券公司的广告随处可见，《共同基金》(*Mutual Funds*，September 1999，p. 37）就是一例。广告中说这些数据是标准普尔 500 指数，但却没有给出取样日期。通过寻找收益增长幅度最大的时期，同时不考虑通货膨胀因素，我可以大致重复引文的结果。为了使收益增长幅度最大，先在第二次世界大战刚结束那段时期找一个起始数据，那时的收益受战争影响仍然很低，而且还处于 1945 年 10 月经济萧条的底部。滞后的全年标准普尔总收益从 1946 年第二季度到 1997 年第三季度共增长了 48 倍，1946 年 6 月—1998 年 4 月间，标准普尔综合股价指数上涨了 60 倍。因此，多少可以确定美林证券公司的结果来自这段时间。但是如果选取另一些时期，结果会大不相同。从 1947 年第四季度到 1998 年第四季度，收益只增长了 23 倍，而价格从 1947 年 12 月到 1999 年 4 月上涨了 83 倍，这些略为不同的取样时期给人的印象是，价格的上涨比收益的增长要快得多，这与那则广告所表明的情况完全不同。

1946—1997 年，生产者价格指数上涨了 7 倍，因此，事实上那段时间的实际收益只增长了 7 倍。这意味着实际收益年增长率约为 4%。从 1947 年第四季度到 1998 年第四季度，实际收益的年增长率只有 3%，整个这段时期扣除通货膨胀因素的收益增长并不显著，至多不会超过政府保值债券的现行利率。然而那则广告由于选样与众不同，所显示的变化相隔时期长且没有扣除通货膨胀因素，以致给人造成错误印象：巨大的收益增长必然带来巨大的价格上涨。

[17] 参见 Campbell and Shiller，"Valuation Ratios and the Long-Run Stock Market Outlook，" pp. 11－26；John Y. Campbell and Robert J. Shiller，"Valuation Ratios and the Long-Run Stock Market Outlook：An Update，" in Richard Thaler (ed.)，*Advances in Behavioral Fi-*

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

nance Ⅱ（New York：Sage Foundation，2005）。

[18] 一些人认为比率（市盈率、股息价格比，以及其他测量实际价值对价格的比率）是能够预期收益的。约翰·科克伦在《资产定价》一书中曾提出，股息价格比能预期股票的超额收益。参见 John Cochrane，*Asset Pricing*（Princeton，N. J.：Princeton University Press，2001），p. 389。

然而，学术著作还没有解决这个问题的统计显著性。还存在着没有解决的统计复杂性，尤其是与比率和价格中的变量和非变量相关性有关的问题。还有其他的统计问题：极端观察值太少，渐近分布理论在小样本中应用是否合适，制度变化产生的问题，潜在数据的测量问题以及解释一些由某研究者有选择性地给出的复杂数据。

乔纳森·卢埃林（Jonathan Lewellen）使用美国的数据来说明这些比率中不存在单位根，并且得出了结论：市盈率、账面市值比率和股息价格比在预测收益时都是统计显著的。参见 Jonathan Lewellen，"Predicting Returns with Financial Ratios"（Cambridge Mass.：MIT Sloan Working Paper No. 4374，August 2002；reprinted in *Journal of Financial Economics*，forthcoming）。

然而，沃尔特·托伦斯（Walter Torous）、罗森·瓦尔卡洛夫（Rossen Valkanov）和严姝（Shu Yan）考虑了单位根存在的可能性，并且估计了自回归参数的范围，使用美国的数据得出结论：有迹象表明，基于短期而非长期的比率具有可预测性。参见 Walter Torous，Rossen Valkanov，and Shu Yan，"On Predicting Stock Returns with Nearly Integrated Explanatory Variables，" *Journal of Business*，78(1)（2005）。

约翰·坎贝尔和莫托海罗·约格（Motohiro Yogo）使用美国股市 1871 年以来的数据，做了基于自回归参数的估计边界的更加有力的实验，得出结论：股息价格比和市盈率在预测股市超额收益时都是显著的。参见 John Y. Campbell and Motohiro Yogo，"Efficient Tests of Stock Return Predictability"（Cambridge，Mass.：National Bureau of Economic Research Working Paper No. w10026，October 2003）。

阿米特·戈扬（Amit Goyal）和伊沃·韦尔奇（Ivo Welch）使用这些比率做了预期衰退的实验，得出实验中预期的相关性并不稳定。参见 Amit Goyal and Ivo Welch，"Predicting the Equity Premium with Dividend Ratios，" *Management Science*，49（2003）：639－654。

安德鲁·安格（Andrew Ang）和吉尔特·贝克特（Geert Bekaert）研究了 5 个国家的数据得出结论：在这些国家中用股息价格比来预测收益的正确度不是很高。参见 Andrew Ang and Geert Bekaert，"Stock Return Predictability：Is It There?" unpublished paper，Columbia University，2004。

关于重叠观察和长期预期衰退，罗森·瓦尔坎诺夫（Rossen Valkanov）得出了一些新的结果，认为股息价格比在预测收益时并不是统计显著的。参见 Rossen Valkanov，"Long-Horizon Regressions：Theoretical Results and Applications，" *Journal of Financial Economics*，68（2003）：201－232。

埃里克·耶尔马森（Erik Hjalmarsson）是第一个研究了 40 个处于衰退中的国家股票市场的人，他的大致结论在大多数情况下是：运用比率预测收益不具有统计显著性。参见 Erik

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Hjalmarsson, "Predicting Global Stock Returns with New Methods for Pooled and Long-Run Forecasting Regressions," unpublished paper, Yale University, 2004。

要完全解决这些难题可能要数年的时间，而相关的论文也是相当精妙的。

[19] 除此以外，长期趋势将会相向相反的方向发展。短期股价有向同一个方向运动的微弱趋势。参见 Campbell, Lo, and Mackinlay, *The Econometrics of Financial Markets*; Jegadeesh and Titman, "Returns to Buying Winners and Selling Losers"; Lehmann, "Fads, Martingales, and Market Efficiency"。

[20] 很早以前就已经知道，股息应该按照长期移动平均收益率那样变化。参见 Lintner, "The Distribution of Incomes of Corporations."

[21] 经济学家罗伯特·巴斯基（Robert Barsky）和布拉德·德朗（Brad De Long）提出，如果投资者对股息的变化有所反应，那么股价的变动就不应该认为是由他们的投机性行为引发的。参见 Robert Barsky and J. Bradford De Long, "Why Have Stock Prices Fluctuated?" *Quarterly Journal of Economics*, 108 (1993): 291-311。他们提出也许人们理性地认为最近股息的增长将会无限期地持续到未来。即使是在历史数据中，增长率也从未持续这么长时间。

肯尼思·弗鲁特（Kenneth Froot）和莫里斯·奥伯斯特费尔德（Maurice Obstfeld）对价格和股息之间的协动性作出了反应，假定了一个内在泡沫模型，在该模型中价格的反应是明显夸张的，但股息的变动是很理性的。在他们的理论中，在某种意义上，股价对股息是反应过度的，但是并没有机会利用这种过度反应来获利。参见 Kenneth Froot and Maurice Obstfeld, "Intrinsic Bubbles: The Case of Stock Prices," *American Economic Review*, 81 (1991): 1189-1214。对实际价格而言，使用担保价格并不比股息更合适，除非在他们的模型中，当股息更高的时候，股价的反应也更加敏锐，这样才会使得1950年后的担保价格更加贴近实际股价。

[22] 关于这些异常现象的评论，参见 Siegel, *Stocks for the Long Run*, pp. 254, 259, 91-104, 264-266。

[23] 市场有效性研究的反复无常的异常现象也要归因于计量经济学所使用的不同的方法。参见 Tim Loughran and Jay R. Ritter, "Uniformly Least Powerful Tests of Market Efficiency," *Journal of Financial Economics*, 55 (2000): 361-389。

[24] Merton Miller, "Behavioral Rationality in Finance: The Case of Dividends," in Robin M. Hogarth and Melvin W. Reder (eds.), *Rational Choice: The Contrast between Economics and Psychology* (Chicago: University of Chicago Press, 1986), p. 283.

[25] Robert J. Shiller, "Do Stock Prices Move Too Much to Be Justified by Subsequent Movements in Dividends?" *American Economic Review*, 71(3) (1981): 421-436; Stephen LeRoy and Richard Porter, "Stock Price Volatility: A Test Based on Implied Variance Bounds," *Econometrica*, 49 (1981): 97-113. 见 Sanford J. Grossman and Robert J. Shiller, "The Determinants of the Variability of Stock Market Prices," *American Economic Review*, 71 (1981): 222-227。

[26] 为计算任意给定月的股息现值，我们要统计未来任何一年中支付的股息在给定年份

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的月贴现值。未来任一年中支付的股息在给定年份的贴现值是将该年的实际股息支付除以 $(1+r)^t$，这里 r 是年实际贴现率，t 是未来年份与给定年份的间隔。图 10.2 的第一个股息现值使用的是一个相同的折现率 r，r 是与 1871—2002 年间的市场平均实际年收益率相等的值。认为 r 是常量的假设是根据有效市场预期中，从长期来看市场预期收益是常数。因此，从预期收益来看，不存在进入股市好的或坏的时机。图 10.2 的第二个股息现值把一年期的利率当成了折现率（见 Shiller，*Market Volatility*，Chapter 26，and updated）加上一个风险溢价常数。所以市场的实际平均收益率应该与历史平均折现率相等。在假设风险规避系数为 3 的基础上，根据罗伯特·E·卢卡斯（Robert E. Lucas）描述的模型，图 10.2 所示的第三种股息现值是从人均消费数据中得出的贴现率。见 Robert E. Lucas，"Asset Prices in an Exchange Economy，" *Econometrica*，46（1978）：1429 - 1445；Sanford J. Grossman and Robert J. Shiller，"The Determinants of the Variability of Stock Market Prices，" *American Economic Review*，71（1981）：222 - 227。同样的三种不同的现值被给出并讨论，见 Robert J. Shiller，"From Efficient Markets Theory to Behavioral Finance，" *Journal of Economic Perspectives*，17（2003）：83 - 104。

当然，我们仍然不知道股息将会跟随已有的最后一年的数据。为了计算股息的现值，我认为实际的股息将会从 2002 年的 1.25 倍开始以 1987 年以来的历史平均水平——每月 0.1%——增长。这个 1.25 倍对该事实进行了粗略的修正，即股息的支付速率在近几年是其历史平均水平的 80%（股息是作为 10 年移动平均收益率的一部分）。需要对 2002 年以后的实际股息增长速度作一个假设，这意味着图中更多近期的股息现值没有实际股息现值那么可信。然而，2002 年的 20 或更多年以前的股息现值数据是相当可靠的，因为 2002 年以后的年份在计算现值时被折现了很多。

最近有人担心，20 世纪 90 年代的股息政策可能会掩饰从公司到投资者的现金流动。凯文·科尔（Kevin Cole）、简·赫尔维格（Jean Helwege）和戴维·拉斯特（David Laster）（Kevin Cole，Jean Helwege，and David Laster，"Stock Market Valuation Indicators：Is This Time Different?"*Financial Analysts Journal*，52[1996]：56 - 64）估计，总体说来股息形式的股票买卖会使 20 世纪 90 年代中期的股息价格率上升 80 个基本点。尽管经历了这次调整，标准普尔综合股息价格率至今仍远远低于其历史最低点。梁和夏普（Liang and Sharpe，"Share Repurchases and Employee Stock Options"）指出，认为股票以市场价格发行的科勒假说是错误的，因为许多股票的发行要受员工股票期权的影响。对股票发行价低于市场价这一事实可理解为，由于股息现值低于图 10.2 所示的数值，使得股息终值趋于降低。

[27] 需要强调的是，有效市场理论并不意味着股价曲线要比股息现值曲线平滑，而是从整体上看起伏波动较小。从某种意义上说，这一点需要严格定义，我在一篇关于过度波动性的文章中曾努力解释过这一点，参见 Robert J. Shiller，"The Volatility of Long-Term Interest Rates and Expectations Models of the Term Structure，" *Journal of Political Economy*，87（1979）：1062 - 1088。可是一些评论家却无视这些解释，当他们后来再次提出这一点时，还以为自己提出的观点很新鲜，很有创意；特别参见 Allan Kleidon，"Variance Bounds Tests and Stock Price Valuation Models，"*Journal of Political Economy*，94（1986）：953 - 1001。单靠这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

幅图无法得出任何有关有效市场的可靠结论，然而我认为这幅图为有效市场提供了不少信息，弥补了它在美国综合股市数据方面缺乏整体证据的不足。这幅图可以帮助我们纠正一些有关市场有效性证据的错误想法。

[28] 桑福德·格罗斯曼（Sanford Grossman）和我作了许多同方向的研究（in "The Determinants of the Variability of Stock Market Prices"），但仍然把整个市场描述成是过度波动的。

[29] 他们的论据是，公司依据价格确定股息，所以导致了股息的不稳定性；参见 Terry A. Marsh and Robert C. Merton, "Dividend Variability and Variance Bounds Tests for the Rationality of Stock Market Prices," *American Economic Review*, 76(3)(1986): 483 - 498。我对此的回答是，虽然他们的模型不存在技术错误，但它与美国 20 世纪的经历不大相符；参见 Robert J. Shiller, "The Marsh-Merton Model of Managers' Smoothing of Dividends," *American Economic Review*, 76(3)(1986): 499 - 503。整个争论至今仍没有结束，因为衡量过度波动性的计量经济学不再用假定不变的股息进行计算。例如，John Y. Campbell and John Ammer, "What Moves Stock and Bond Markets? A Variance Decomposition for Long-Term Asset Returns," *Journal of Finance*, 48(1)(1993): 3 - 38。

[30] 坎贝尔和我开发了一个综合对数线性矢量回归模型，它能够代表有效市场模型的各种形式。参见 John, Y. Campbell and Robert J. Shiller, "The Dividend-Price Ratio and Expectations of Future Dividends and Discount Factors," *Review of Financial Studies*, 1(1988): 195-228; Shiller, *Market Volatility*; and Campbell et al., *Econometrics of Financial Markets*, pp. 253 - 337。

[31] 参见 Campbell and Shiller, "The Dividend-Price Ratio."

[32] 参见 Campbell and Ammer, "What Moves Stock and Bond Markets?"

[33] 参见 Shiller, *Market Volatility*, pp. 197 - 214。

[34] 保罗·萨缪尔森（Paul A. Samuelson）曾经说股票市场是"微观有效的"和"宏观无效的"。也就是说，有效市场假说相对于整体股票市场而言，更适用于个体股票。有一些证据证明了萨缪尔森的说法，参见 Jeeman Jung and Robert J. Shiller, "Samuelson's Dictum for the Stock Market," *Economic Inquiry* (2005)。早期支持该结论的研究是 Randolph Cohen, Christopher Polk, and Tuomo Vuolteenaho, "The Value Spread," *Journal of Finance*, 58 (2003): 609 - 642; Tuomo Vuolteenaho, "What Drives Firm-Level Stock Returns?" *Journal of Finance*, 57 (2002): 233 - 264。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 11 章 投资者学习和忘却

除了有效市场理论之外，另一个对于市场繁荣的合理解释也为大多数公 195
众所熟知，这就是股票市场的长期价值要高于传统分析家根据数据分析得到的结果，同时也高于人们的想象。根据这一论断，股市目前比较繁荣是因为公众了解到了股市的历史平均回报率的高低与分散化投资带来的好处。这种论证与有效市场论证的不同点在于，它假设由于公众的无知，市场原先的定价太低。我们可以简单地将这一论断表述为："市场几年前不太有效，不太繁荣，但是目前是有效的。"

现在，公众可能会认为股票市场比以前想象的更有价值。之所以公众作为一个整体能够形成这种共识，主要是因为现代社会与过去几个世纪相比在科学技术上有了很大的进步。然而，对于股市的投资者而言，这样一个问题仍然存在，即公众是否真的了解股市中的一切重要信息。如果这是真的，公众又能从这些信息中学到什么呢?

◉ 对风险的"学习"

经常有这样的说法，最近人们开始认为股市并不像以前想象的那样具有
风险性，股市投资往往优于其他投资形式。过去的几年中，关于股票作为一 196
种投资具有优势的媒体报道广为流传，并且杰里米·西格尔于 1994 年出版

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了《股票的长期走势》(*Stocks for the Long Run*) 一书，这些都导致了以上说法的流行。这种说法使人们认识到，根据历史数据，他们对股票的过分担心是不必要的。这些新知识使得投资者现在将股价抬升到一个较高的、理性而真实的水平，如果股价一直维持这样的水平，也不会引起投资者对股票的过分害怕。现在虽然股票的交易价格较高，但是投资者售出股票的收益却相对较低。不过，投资者完全可以接受，因为他们知道股票的风险并没有那么高。换句话说，股权风险溢价——投资者对股票风险所要求的额外补偿下降了。[1]

的确，公众还未能察觉他们正面临着股市中如此之大的风险。在第 4 章中，我们的调查结果显示，以前有一个流行的观点，认为如果出现像 1987 年 10 月 19 日那样的暴跌，那么在一两年左右的时间里股市肯定还会再度回升。虽然在市场跨越了 2000 年的顶峰之后，这一观点已经不再流行，但是大多数人仍然有这样的想法。所以，股市暴跌的可能性不再使人们感到担忧。但这是因为人们现在真的有了一些股市知识，还是其他一些短暂的因素使得人们有了新的观点呢?

这种“新学习”理论的一个问题是，投资者都应该知道一个历史事实，即股市基本上比其他投资运行更为良好，这不是最近的发现。事实上，埃德加·劳伦斯·史密斯（Edgar Lawrence Smith）在他的一本 1924 年最畅销的书中曾经对股市和债券的投资作了大量历史性的比较，他发现，无论是在价格上涨时期（通货膨胀），还是在价格下跌时期（通货紧缩），在长时间内，股票总是略胜一筹。[2]史密斯强调说，同一时期的另一位作家肯尼思·范·斯特鲁姆（Kenneth Van Strum）也持相同的观点：债券的风险性也较大，因为尽管债券支付的票面价值是固定的，但是它们的实际收益却随总体价格水平的变化而波动。[3]

1929 年欧文·费雪教授曾经撰文指出，20 世纪 20 年代出现的牛市是因为公众从这些书中学到了知识：“只有当大部分公众通过阅读埃德加·劳伦斯·史密斯的书，真正醒悟到在美元贬值时期，应该选择股票而不是债券时，牛市才会真正做到对普通股正确而合理地定价。”[4]

对于公众学习的观点，其他人与费雪的看法一样。1929 年查尔斯·阿莫
197 斯·戴斯撰文写道：“公众接受股票和债券的教育，从而消除了认为市场不稳定而对市场产生恐惧的旧偏见。”[5]《纽约先驱论坛报》（*New York Herald Tribune*）的一位作者在 1929 年写道：“看到商业的繁荣真是件高兴的事。但是人们对股市了解的增多更为重要，正是这种了解使商业繁荣成为可能。当

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



越来越多的人对一种产业表示信任，成为该产业中的一员，并按时得到关于该产业的可靠信息时，再也没有什么力量能阻止这种健全的产业茁壮成长。”[6]

1929 年，人们了解到股票在整个 20 年代里的表现全面超过了债券。但是如果后来的人们还坚持这种观点，那他们可能是忘记了 1929 年之后市场传递的信息。现在摆在我们面前的问题是，在观察了最近的股市以后，人们是否仍然认为股票总是优于债券，并继续相信这一点呢？在美国，没有一个 30 年期的债券比股票运行得要好，这一“事实”被广泛引用。实际上这个假定的事实并不正确。因为就像杰里米・西格尔在《股票的长期走势》一书中指出的，在 1831—1861 年这段时期内，债券比股票运行得更好。[7]看起来在很长一段时间内人们都没有认识到在美国股市历史上没有多少不相互重叠的“30 年时期”。自 1861 年以来，也就只有 5 个完整的时期。有很多重叠的“30 年时期”，然而，没有独立的证据表明股票比债券运行得更好。即使看一下比 30 年更短的历史时期的股票回报率，我们也不能发现什么证据。

如果以 10 年作为标准，我们可以发现，在最近的几个 10 年期里，股票的回报率略低于短期利率。最近的这个时间段之前，市盈率曾经三次达到顶峰：1901 年 6 月、1929 年 9 月和 1966 年 1 月。三个顶峰中后两个顶峰（1929 年和 1966 年）的 10 年期，股市回报率都低于短期利率。[8]如果我们以 20 年作为标准，现实的情况是，在这三个时期中，只有 1901—1921 年这段时期中股票回报率超过了短期利率。[9]但是，每一个顶峰之后的 20 年，股市的实际（考虑了通货膨胀）行情都很差。1929 年 9 月—1949 年 9 月年回报率为 0.4%，1966 年 1 月—1986 年 1 月为 1.9%。尽管股市回报率很低，在 1929—1949 年以及 1966—1986 年这两个时期内，股市的回报率仍高于短期利率，因为通货膨胀使实际短期利率降到一个非常低的水平。事实上，在 1929—1949 年实际短期利率曾达到过负值。第一次世界大战、第二次世界大战以及越南战争时通货膨胀使实际利率为零。今天这个问题已经不存在了，目前我们拥有的经长期通货膨胀指数调整的债券的回报率高于通货膨胀率 2 个百分点。

而且，在股市实际回报率方面，美国本身就是一个例外。菲利普・若里翁（Philippe Jorion）和威廉・格茨曼（William Goetzmann）对 1926—1996 年间 39 个国家的股市市值实际增长率（不包括股息）进行了研究，发现这些国家的股市市值实际年均增长率仅为 0.8%（美国的这一数字为 4.3%）。[10]因此，如果参考其他国家的经验，我们也许会认为未来股市的表 198

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现将更加不尽如人意。

事实上，目前并没有明显的证据证明在较长时间内股票总是优于债券。而且，即使历史纪录支持这种论点，我们也必须认识到（从某种程度上来说，大部分人都应该认识到）未来并不一定会和过去一样。举例来说，投资者过去在股市中取得的成功，现在很有可能造成了广泛的过度投资。各大公司由于策划过多的宏伟计划或在产品开发和广告宣传中投人太多，会使得业绩不如以前那么好。还有这样的可能性，某些技术的革新被当做经济前景乐观的原因，而事实上，经济前景有不确定因素。新技术也许会改变企业的优势，使它们被新兴企业代替。所以，这些变化会提高而不是降低未来 30 年中股票形势不好的可能性。更重要的是，未来不会像过去那样，即使有像以前那样的高市盈率，股票市场也不会比以前的价格水平更高。

所以，股票优于债券的“事实”其实并不存在。实际上，公众并不了解基本的事实。相反，他们的注意力从基本事实上转移了，他们至少对于股票的一个重要基本原理不怎么敏感：股票是对公司现金流的剩余索取权，只有在兑付了其他所有债权之后，其剩余部分才属于股票持有人。换句话说，股票是非常具有风险性的。此外，另一个事实投资者也没有注意到，这就是没有人能够保证股票一定能赚钱。并且，政府对在股市上亏损的人没有任何福利措施。

◉ “股票优于债券理论”在投资文化中的角色

20 世纪 90 年代早期，我就对股票一贯优于债券这一广为流传的说法感到惊讶，所以，我决定调查一下这个说法到底有多流行。在 1991 年对美国机构投资者所作的问卷调查中，我提出了以下问题：

请看下面这个论点：

在过去的 65 年里，投资股票取得的回报率要比投资债券的回报率高得
199 多。自 1926 年以来，没有一个 20 年期债券优于股票。所以任何人如果打算投资 20 年或者 20 年以上的时间，应该首先投资股票。（画圈选择一个）

1. 我同意这种说法；

2. 我不同意这种说法。

在 172 份答卷中，84%选择了 1，只有 16%选择了 2——绝大多数人对这种广为流传的说法给予了强大的支持。

这样的措辞还是没有弄清楚回答者听到股票优于债券这种说法有多少次

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了。为了弄清楚这一点，1993 年秋天，我又向机构投资者提出了相似的问题，但提法不一样。

请看下面这种说法：

“自从 1860 年以来，没有一个 30 年期美国政府债券优于股票”，你是否听到过大致这样的说法（可以有一些细节上的不同，比如不是 30 年期）？

1. 是的，常听到；
2. 是的，一次或两次；
3. 没有。

在 125 个回答者中，52%选择“是的，常听到”，22%选择“是的，一次或两次”，26%选择“没有”。所以，74%的人说他们记得听到过这种说法。像这样清楚的说法已经成为投资文化的一部分了。

长期的历史知识（其中有些至少可以追溯到 1924 年且在 1991 年或 1993 年还被普遍记得）并不能对 90 年代后期股价突然上涨到历史最高水平作出合理的解释。对于这些知识，投资者显然一直都很清楚。公众相信，股票市场的下降趋势最终会被扭转。这种信心在最近几年里确实成为了非常强大的力量。但是它并不是源于对历史纪录的简短新闻报道，也不是因为投资者从长期历史数据中突然发现了新知识。我认为，这种信心是因为过去价格上涨的反馈环机制（第 4 章讨论过）在起作用，它最终与其他各种参与因素（第 3 章讨论过）共同作用，形成了这种强大的信心。

◉ 对共同基金、分散化投资以及长期持有的了解

1998 年和 1999 年，詹姆斯·格拉斯曼（James Glassman）和凯文·哈西特（Kevin Hassett）在极有影响力的《华尔街日报》上发表了两篇文章说：“多亏了媒体和共同基金，投资者比以前更了解股票，他们学会了长期持有股票，并把价格下跌只看做短暂的行为，是买进的时机。”他们得出结论，投资者已经学会了通过各种股票组合来降低风险，股票比以前想象的有更高的价值。所以，他们现在愿意更多地投资于股票。由于对股票的投资需求增长，未来的股市将会维持在一个较高水平。[11] 200

在这些文章之后，格拉斯曼和哈西特又出版了一本名为《道琼斯36 000 点：从股市上升机会中获利的新策略》（*Dow 36 000：The New Strategy for Profiting from the Coming Rise in the Stock Market*）的书。在书中，他们强调，投资者还没有完全了解分散化持有股票是没有风险的，随着对股市了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

解的不断加深，投资者在未来几年里将会继续抬升股价。他们宣称："道琼斯达到36 000点目标的日期可能会是2005年的前几个月，也许会更早。"[12]

如果这是真的，人们就可能有机会在2000—2005年间大赚一笔，或者投资得更早一点，比如当大部分投资者还在学习关于股票价值的知识时，了解上述情况的投资者就应该早点在股票上投资。尽管这本书表面上的主题是，因为股票的风险太大，所以不能把它看做政府债券的替代品，但这本书实际上所要阐述的是（我们可以从书名中看到），一些人可以通过现在购买股票而迅速致富，其他人则要过后才知道股票是没有风险的。

在某些方面，格拉斯曼和哈西特是正确的，例如，他们指出人们对共同基金的优点了解得越来越深，投资者开始采用长期投资的策略，并且认识到股价下跌总是暂时性的。但是从这一点并不能推断出人们已经学到，或者正在学习一些重要的事实。我们已经看到股价的下跌并不是暂时的，它有可能会持续几十年，所以即使是长期投资者也应该认识到股票投资的风险性。这也正是为什么对共同基金的热情被认为是一种投资热，而并不是源于对事实的了解。

投资者对选择合适的共同基金显示了极大的兴趣，它表现在投资者不断地从一种共同基金换到另一种。由于这种高度的投资兴趣，共同基金行业形成了上千种新的基金，与之相对应出现的广告和邮递业务也迅速增长。然而对共同基金业绩的研究发现，尽管共同基金发展很好，并且这种良好势头有可能继续下去，但这种趋势是很微弱而且很短暂的。人们似乎认为比较聪明的做法是，观察各种共同基金的表现，然后经常性地在各种投资基金之间变换，将投资放在目前表现最好的那个共同基金上去，但事实上，这么做赚得很少。[13]

1996年，我对投资者认为他们能在股市中赚钱的想法进行了评估，对共同基金在整个过程中所扮演的角色作了分析。我对个别投资者作了问卷调
201 查，并在问卷中加入了他们对投资整体以及共同基金投资的信任程度问题，这些问题以及每个答案被选择的百分比罗列如下：

试图看准股市的时机，在它下跌时出市，在它上涨时入市：

1. 是件明智的事，我可以非常理智地预见到这样做会成功。 ——11%
2. 是件不明智的事，我不能理智地预见到这样做会成功。 ——83%
3. 没有任何看法。 ——5%

（回答提问者共131人。）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

选择个别股票进行预测，比如说，福特汽车股票何时将会上涨，或者 IBM 的股票何时将会上涨：

1. 是件明智的事，我可以理智地预见到这样做会成功。——40%
2. 是件不明智的事，我不能理智地预见到这样做会成功。——51%
3. 没有任何看法。——8%

（回答提问者共 131 人。）

选择某一共同基金进行分析，这家基金的专家能选择上涨的股票：

1. 是件明智的事，我可以理智地预见到这样做会成功。——50%
2. 是件不明智的事，我不能理智地预见到这样做会成功。——27%
3. 没有任何看法。——23%

（回答提问者共 132 人。）

从这些结果中，我们可以看到，人们非常相信金融市场的有效性，以致认为不必选择在股市中适当的入市或出市时机。但是他们同时认为，他们仍然能够选出个别股票和共同基金。只有 27%的人认为试图选出业绩好的共同基金是件不明智的事，与之相对应，51%的人认为选择个别股票和 83%的人认为试图在股市中选择适当时机是不明智的。

如果真的有人相信金融市场是有效的，那么他会对所有的问题都回答："是件不明智的事。"如果股价是随机游走的，那么根本不可能选择适当的时机入市，也不可能选择个别股票，更不可能选择其他人选择的股票。

由于能够成功选择共同基金的例子非常少，所以很难说明投资者到底学到了什么，而且很难判断选择好的共同基金经理是否比选择好的企业经理更容易。 202

经常有这样一种说法，人们已经知道了分散投资的重要性，并且通过选择共同基金来达到分散投资的目的。对于费用很低而管理较好的公司来说，这种说法有些道理。[14]但是许多基金征收的管理费用很高，所以投资者最好还是靠自己来实现这种分散化投资，而且当他们在一个非免税的环境中投资时更要如此。因为共同基金卖出股票要被征收资本利得税，而通过直接持有股票，投资者可以避免这一点。对于交易量大的基金来说，这个问题尤为重要。投资者通过避税，可以弥补因为股票下跌而造成的损失。而如果选择共同基金，那么在避税方面就显然不利。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

◉ 已知的和未知的

公众常被认为学会了股票在下跌之后总会反弹这个基本知识。我们已经看到，许多证据表明大部分人是这么想的，但是他们想错了。股票可以下跌，而且可以下跌许多年。股票市场可以被高估，同样可以低迷许多年。

公众常被认为了解到，从长期看股票总是优于其他投资，比如债券，所以长期投资者投资股票会更好。我们看到，有证据表明大部分人是这么想的，但他们又想错了。在数十年的时间里，股票并不比其他投资优越，也没有理由相信它将来也会这样。

公众也常被认为了解到，股票投资聪明的做法在于选择共同基金，因为它们了解市场的变化。我们发现大部分人确实是这么想的，但他们又一次错了。选择业绩良好的共同基金所获得的收益比投资者想象的要少。

203 当这些事实是错误的时，就不能称其为知识。总有一天，投资者会推翻这些事实。但在这之前，我们必须考虑自己作为个人，作为社会的一员，应该做些什么——这个重要的问题将把我们引入最后一章。

【注释】

[1] 一直以来，经济学家都为过去股票风险溢价为何如此之高而感到困惑。他们不明白，既然股票优于其他形式的投资，人们为何没有更多地投资于股票呢？参见 Raj Mehra and Edward C. Prescott, "The Equity Premium Puzzle," *Journal of Monetary Economics*, 15 (1988): 145-161。根据本章提到的学习理论，股票风险溢价之谜已是过去的事了，人们终于变聪明了。

[2] Edgar Lawrence Smith, *Common Stocks as Long-Term Investments* (New York: Macmillan, 1924).

[3] Kenneth S. Van Strum, *Investing in Purchasing Power* (Boston: Barron's, 1925).

[4] Fisher, *Stock Market Crash*, pp. 202, 99. 虽然他在书中其他地方强调了 20 世纪 20 年代的价格格外稳定，而在这里他却写道："在那段美元贬值的时候"，这不免让人有些费解，也许他想说"即使是在那段美元贬值的时候"，用来指 20 世纪 20 年代物价上涨的一段时期。可以肯定的是，他指的不是美元汇率，因为那时实行的是金本位制度。

[5] Dice, *New Levels in the Stock Market*, p. 126.

[6] Franklin L. Dame, "Public Interest in Business is Found Growing," *New York Herald Tribune*, January 2, 1929, p. 30.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

[7] Siegel, *Stocks for the Long Run*, p. 15.

[8] 参见 Ibbotson Associates, *Stocks, Bonds, Bills and Inflation*, Table 2-9, p. 46，或在我的个人网站上查阅这些数据，http://www.econ.yale.edu/～shiller.

[9] 根据 Ibbotson Associates, *Stocks, Bonds, Bills and Inflation*, Table 2-11, p. 50 中的数据，自 1926 年以来的 20 年中，没有一个短期利率是优于股票收益率的。他们没有列出 1901—1921 年间的数据。事实上我的《市场波动性》一书中的数据（通过用消费价格指数测量 1913 年后的通货膨胀来更新）显示，1966—1986 年以及 1901—1921 年这两段时期内短期利率略优于股票收益率。1966—1986 年，我和艾伯森公司的数据结果不同是由于所选的短期利率不同（一个是商业票据，一个是国库券），而且所选的时间也有所不同。

[10] 参见 Philippe Jorion and William N. Goetzmann, "Global Stock Markets in the Twentieth Century," *Journal of Finance*, 54(3)(1999): 953 - 980；也可参见 Stephen J. Brown, William N. Goetzmann, and Stephen A. Ross, "Survival," *Journal of Finance*, 50(3)(1995): 853 - 873。杰里米·西格尔指出，由于收益的原因，中值逐渐下降并大大低于平均线，因此所有国家和地区的平均增长率也不算低。

[11] James K. Glassman and Kevin A. Hassett, "Are Stocks Overvalued? Not a Chance," *Wall Street Journal*, March 30, 1998, p. 18, and "Stock Prices Are Still Far Too Low," March 17, 1999, p. 26；此处引自后一篇即 1999 年发表的文章。

[12] James K. Glassman and Kevin Hassett, *Dow 36 000: The New Strategy for Profiting from the Coming Rise in the Stock Market* (New York: Times Business/ Random House, 1999), p. 140.

[13] 例如，参见 William Goetzmann and Roger Ibbotson, "Do Winners Repeat? Patterns in Mutual Fund Performance," *Journal of Portfolio Management*, 20(1994): 9 - 17; Edwin J. Elton, Martin Gruber, and Christopher R. Blake, "Survivorship Bias and Mutual Fund Performance," *Review of Financial Studies*, 9(4)(1996): 1097 - 1120; Edwin J. Elton, Martin Gruber, and Christopher R. Blake, "The Persistence of Risk-Adjusted Mutual Fund Performance," *Journal of Business*, 69(1996): 133 - 137。

[14] 共同基金给个人投资者提供了更好的分散化投资形式，就这一点而言，它降低了股票的风险，因此共同基金的增加将降低投资者要求的风险补偿。约翰·希顿（John Heaton）和卢卡斯得出结论：增加的分散化投资"至少已有证明美国目前高价格股息率合理性的趋势"。希顿和卢卡斯提出了一个有效且具有深层意义的问题。然而他们的理论有一点美中不足，他们所描绘的人时刻都很理智，但没有解释为何人们直到最近才更多地投资于共同基金。参见 John Heaton and Deborah Lucas, "Stock Prices and Fundamentals," unpublished paper, Northwestern University, 1999。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五篇

采取行动



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 12 章 自由市场中的投机风险

和 2000 年达到顶峰时一样，今天股票市场的价格仍处于一个较高的水 207
平，并且这一水平并没有合理的理由来加以支撑。在 21 世纪刚刚开始的几年中，房地产市场也出现了同样的情况。

股票市场的繁荣并不能代表把长期投资作为分析重点的专家们的共识。事实上，市场中很少有人认为有必要对长期投资价值进行仔细研究，人们受到自己的情绪、随机的因素，以及自身对传统学识的理解的影响，所有这些因素的综合作用推动了股票市场繁荣的出现。另一方面，新闻媒体则并不关心如何向读者和观众提供正确的基本价值观以及定量分析的方法，而是热衷于介绍具有较强的故事性或关于直接用途的内容以吸引观众和读者，因此新闻媒体对人们过于情绪化的非理性投资行为产生了很大的影响。

正如许多人所认为的，房地产市场的水平并不是理性需求和房屋供给真实作用的结果。就像购房者经常说的一样，房子的价格是由供给和需求决定的。但是影响供求的因素很多，也包括很多社会因素和人们的情感因素，比如对价格上涨本身的过分关注、专业人士留给公众价格持续上涨的印象，以
及公众自身相信价格持续上涨的倾向等等。并且，随着社会文化的变迁，这 208
些因素也将会不断变化。

本书的重点是分析各种社会因素如何推动投机市场的变化。当然，想要判断在这些市场的变化中究竟哪一些是由合理的因素和专家意见推动的，哪

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一些是由人们的想象和社会的心理因素推动的，这对我们大多数人来说是非常困难的。不过，我想通过前面各章的论述，我们已经可以清楚地看到：在很大程度上，一些主要市场上的价格波动往往是由后者推动的。

在股票和房地产市场上，人们对于投资品的真正价值是多少，它们的价格应该处在怎样的水平只有一个模糊的概念。他们也许只能判断出和另一个股票相比，这个股票是不是高估了；或者，对于相关的另一所房子而言，这所房子是不是要价过高。人们对于价格的增长率非常重视，在价格高度波动的时期，人们会时常谈论它。并且，价格的增长率对于投机资产的需求有微妙的影响。

在泡沫的产生过程中，价格不断上涨，人们的想法也在不断地改变。随着价格的上涨，那些原来认为经济中存在泡沫的人，会对自己先前的判断产生怀疑，并开始思考是否真的是那些基本的经济因素推动了价格的上涨。如果价格持续上涨了若干年，那么许多人就会认为那些把价格上涨视为泡沫的专家可能是错了。并且，他们会义无反顾地相信确实是基本的经济因素推动了价格的上涨，而且这些因素将永远继续发展下去。这就是那些个体投资者看待市场变化时，其想法变化的过程，当然不同的人在不同的时期也会有所不同。

反馈环理论认为，价格上涨激励了投资者，而且使得投资者推动价格进一步上涨，这一理论得到了一些人的支持，至少大多数人对此也有一个模糊的概念。但是总体而言，公众对于这一理论的关注和认可还相当不够。虽然也有一些正规的报刊文章介绍这一理论，但是对于大多数人来说这些文章不具有说服力。

很多人都知道这样两个事实：第一，如果以 30 年为一个周期来进行考察，那么股价的表现一定会优于债券；第二，房地产的价格从未出现快速、大幅的调整。作为心理因素的组成部分，这种想法推动了泡沫的产生，或者至少在一定的时期推动了泡沫的产生。以前，这种心理因素曾经在我们的市场中引起了戏剧性、没有实际经济支撑的价格上涨，并且这种情况可能以后还会出现。

如果价格长时间停止上涨，人们就会逐渐产生不满情绪。即使实际经济指标有所增长，这种逐渐增长的不满情绪也可能导致市场反应的迟滞甚至下跌。由于市场动力逐渐被消耗，市场可能在几年甚至几十年的时间里处于低迷状态。

209 现在，我们已经经历了五年的股票市场的低迷。调查结果显示，人们普

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

遍认为不久这个低迷的阶段将会结束。当然我们有理由相信，最终股票市场会比目前更有活力。总会有一些利好消息陆续出现，推动股票市场的发展。如果在未来的几年中出现这种情况，那么也许我们会担心股票市场的泡沫再次出现。

但是未来可能出现另外一个情况，这就是即使公司的收益持续、稳定地增长，不断增加的消极情绪仍然会抑制股市的发展。在 2010 年，或者甚至到 2015 年，股市将暴露在相当大的风险之中，到那时，股市的实际（经通胀调整的）水平可能比 2005 年更低。这种情况的发生部分原因在于负的反馈环机制，另一部分原因在于股票投资收益的逐渐降低将导致投资者对股票需求的下降，以及投资者对于金融资产估值水平的降低，人们甚至可能会逐渐对股票感到厌倦。

在本书中，我们已经看到在世界上的许多城市，投资者对于房地产投资的兴趣在不断增长。目前，20 世纪 90 年代末开始出现的房地产价格泡沫在一些城市中已经出现了减缓的迹象。但是这决不意味着泡沫的破灭。情况可能发生逆转，价格也可能再次上升。从近期的房地产价格的走势来看，仍然保持着强劲的动力。那些处于价格上升阶段的地区，在未来的几年中房地产价格将进一步上升，相反，那些处于房价下跌的地区，在未来的几年中房地产价格还将持续走低。[1]

当一些城市的房价过高，以至于达到了人们无法承受的程度时，价格的上涨就会变缓，甚至开始下跌。而与此同时，随着人们将住房需求转向其他一些城市的房地产市场，新的繁荣可能还会持续一段时间。因此，当一些较早存在泡沫的城市里房价已经开始下跌的时候，至少在一段时间内它所带来的滞后效应还在推动着另外一些城市房地产价格的上涨。

当我们发现这类泡沫事件发生时，我们应该为此做些什么呢？每次我们看着泡沫在股票市场、房地产市场、石油市场或者任何投机市场里产生，就像看着一件事故发生，并逐渐恶化。我们什么都做不了吗？事实上，我们有很多的事情要做。

公众人物所犯的一个严重错误是：他们默认市场估值水平的上升与下降；他们对估值的含义保持沉默，而把所有的解释工作都丢给了市场分析师来做。但是，这些市场分析师却在专攻一些不可能完成的工作，比如预测短期内市场的动态，同时，他们还与投资银行、经纪人、建筑商和房地产经纪人共同分享收益。市场估值水平是一个国内和国际上都需要关注的重要问题。无论是个人计划还是社会的规划，我们对未来的种种安排都取决于我们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所拥有的财富。试想如果明天大量的财富突然消失，那将必然使我们的这些计划陷入混乱。投机泡沫的增长以及随后出现的紧缩趋势会导致社会财产分
210 配的不均。甚至有时会使我们中的许多人对资本主义和自由市场制度的发展能力产生疑问。基于以上原因，我们必须弄清楚紧缩的前景以及个人和国家应该如何应对。

不过，那些观念的领导者往往同时也是市场的道德权威，这时他们会面临这样一种困境：作为专家，他们知道市场不是被高估，就是被低估，从经济学的角度这是显而易见的。但是这种观点在市场中并不被广泛接受。因此，如果公众人物总是发表股票市场或者房地产市场的回报率在今后的几年里会降低或者市场存在泡沫之类的否定言论，这将会使他们面临陷入困境的风险。在本书中我们看到，虽然当市场价格过高或过低时，市场似乎确实具有对长期走势的预测能力，但是市场的前景总是存在较大的不确定性。但是，如果一个观察家因为担心自己对前景的估计可能错误而对于公众对市场和未来回报的过分自信保持沉默，那他就无异于一个医生，诊断出病人患了高血压，却什么都不说，仅仅因为他认为病人可能会很幸运，不会发病。

◉ 道德规范和职业标准

自由市场体制的一个基本的缺陷是：经济的繁荣总是会伴随着道德标准的衰退，直到一些丑闻暴露出来或者有巨大震撼力的事件出现，公众和政府才会采取行动，重新规范道德标准。在投机资产出现泡沫时，在价格上升的同时，几乎没有什么力量可以阻止道德规范的下降。在 20 世纪 90 年代末的非理性繁荣时期，我们看到过这种问题就以各种各样的形式表现出来，比如，人们在评价收益时越来越忽视诚信，管理者更少地因为要为公司创造真正的长期价值而承担责任；房地产按揭贷款和消费类贷款的申请标准也在降低。如果公众人物对这些现象保持沉默，那么将会产生更加严重的问题。

如果利率在未来的几年中逐步上升，那么抵押贷款标准的降低将会产生很大的问题。抵押贷款人应该强制执行标准，不仅是为了保护银行自身的利益，同时也为了防止购房者做出超过他们自身能力的事情。美国抵押银行协
211 会（Mortgage Bankers Association）很关心贷款的标准，而且政府资助的联邦国民抵押贷款协会和联邦住房贷款抵押公司也很关心这个标准。这些组织都不希望看到美国抵押危机的出现。然而，事实上，在非理性繁荣时期，来自诸多方面的压力使得贷款的标准降低了，并且将在今后导致严重的问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



当贷款人的无抵押贷款超过了其两年半的收入，传统上，就认为这个贷款人贷款过多。但是，近期住房抵押贷款普遍实行的标准是所谓的 28/36 规则（28/36 rule）。这个规则是指抵押借款不能超过贷款人总收入的 28%。同时，贷款人的贷款总额不得超过其总收入的 36%。这个规则在利率较低的情况下允许借款人借出更多的款项。然而，尽管现在许多抵押借款人尽可能坚持这个规则，拒绝贷款给那些不符合条件的购房者，但是随着信贷市场竞争的日趋激烈，这个规则正在逐步放宽。借款人完全按照这个规则开展业务将会变得越来越困难，那些坚持规则的借款人甚至可能完全接不到业务。于是，他们根据自己所认为的特殊情况来设计规则的例外条款。他们曲解规则的精神，想着其他人同样也会这么做，以此来向自己证明例外条款的正确性。当然，至少到目前为止，这种做法的问题还没有真正暴露出来。

值得注意的是，美国有这样一个趋势，许多放贷者甚至在可调利率抵押贷款（adjustable-rate mortgages，ARMs）下，实施和扩充 28/36 规则。他们的利率只是暂时比较低，在一年、三年或者五年后会有所增长。我们来看一个例子，2004 年中期，如果一个人借入一年保护期的可调利率抵押贷款（one-year-protected ARM），那么其当年的借款利率为 3.25%。也就是说，如果这个人贷款 10 万美元，那么第一个月他将支付 425 美元。当利率很低时，在 28/36 规则下，这个人可以购买一幢价值相当于其五年收入的房屋。但是，由于利率很可能会大幅上升，这会对贷款人今后的顺利还贷产生很大的影响。

美国抵押银行协会撰文指出，2003 年可调利率抵押贷款业务发生了急剧变化，这至少在一定程度上是由于诸如 28/36 规则等抵押规则的变化，使得有更多购房者符合抵押贷款的条件。而这些贷款人往往收入较少，有的是少数民族，受到的教育也很少，因此当利率上升时，他们就很容易陷入困境。[2] 目前的可调利率抵押贷款包括无本金（interest-only）抵押贷款，贷款人往往要到五年或者十年后才支付贷款的本金。这也就意味着，借款人在几年后还款时，可能会感到非常惊讶，因为他们不仅要支付更高的利息，而且也要支付更高的本金。而放款机构以及从这些机构中购买放贷额的再贷款机构，几年后将会面临坏账风险。但是现在这些机构的管理者们却只注重自己任期内的业务量，似乎对可能产生的风险并不关心。 212

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

◉ 可能出现的因素

当然，我们的研究不应该总是局限于分析过去存在的诱发因素，在股市中还可能出现新的诱发因素引起股价估值水平的变化。尽管具体内容和性质很难预测，但是无论这些新的诱发因素是建设性的还是破坏性的，它们势必会发展起来。目前市场之所以还未对这些可能出现的新因素展开深入的讨论，是因为人们目前仍然无法对它们进行具体分析。大多数人认为，未来的发展至少会像媒体宣传的那样，在很大程度上有赖于高新技术的发展，媒体的新闻报道通常都较为乐观。

在本书2000年的第一版中，给出了许多潜在的、可能妨碍市场发展的因素。当然，作为一系列的潜在问题，它们的风险不一定会立即显现，包括：消费需求的突然下降、新发展机遇的缺乏、重大技术革新的失败、日渐白热化的国际竞争、劳工运动的复兴、石油危机、公司税的增加、新发现的由减员增效和对雇员实施刺激为主的酬金制度引发的长期问题、雇员士气与生产率的降低、战争（即便是外国战争也会影响本国交易、破坏稳定的经济运行环境）、阻碍经济活动的恐怖主义威胁和暴力活动、降低技术安全系数的工业事故、过分的限制和反垄断行为、提高外国关税、进口配额限制、国际经济萧条、愈加严格的环境标准、矛头指向企业的集体诉讼案、摇摆不定的货币政策、大型银行或金融机构破产导致的系统故障、广泛传播的类似于千年虫的电脑系统故障、一发不可收拾的电脑病毒或通信卫星故障、大范围的恶劣气候、自然灾害、传染病等等。到目前为止，其中的一些问题如战争、恐怖活动、自然灾害，如印度洋上的大海啸，已经出现了。

213 上述诸多因素留给我们一个令人费解的问题。那就是我们不仅要预测各种小规模、多数量的因素发生的可能性，而且还要估算它们共同起作用时更为严重的综合效应。可以想象，一种因素会通过对社会和经济的影响来引发其他因素的产生。20世纪90年代的亚洲金融危机就是由于许多独立因素的共同作用所酿成的，比如国外投资者对亚洲经济形势信心下降、汇率危机、银行危机、股市下跌、公务员腐败曝光等等。这些因素相辅相成、综合作用，并最终引发了金融危机。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

◉ 公平与怨恨

从前面的分析来看，导致上市公司收益回落的许多潜在因素最终都与工作士气、忠诚度和投资群体的公平感有关。现在，那些持有自己企业的股票的美国公众的公开的怨恨情绪似乎处于历史最低点。商人与社会名流的地位相当，工会的力量则陷入了历史上最为脆弱的时期。然而，由于收入分配日渐悬殊，而交易者们又经常莫名其妙地大发横财，因此美国的公众舆论又开始唾弃亲商主义思想。

经济学家雷·费尔（Ray Fair）的估算表明，如果股市收益增长情况如预期的那样，并且美国国内生产总值年增长率能保持在4%以上，那么到了2010年，企业税后利润在国内生产总值中所占的比重就会超过12%，这个数字几乎比1952年以来任何时期的同类指标都翻了一番。[3]设想一下，国内生产总值中竟会有这么一大部分以企业利润的形式流入了商人的腰包，公众怎能容忍这种独占行为而毫无怨言呢？这里需要说明的是，尽管相对过去，美国人均拥有股票的比例有所提高，但是绝大部分公众仍然只持有很少的股票。2001年，一半以上的美国人仅将0.8%的个人资产投入股市。因此，高额的公司利润仍将流向富人的腰包。[4]

早在1901年，这种商业怨恨就曾经导致了激进的反垄断主义者制定出企业法律和条例，从而终结了“利益共同体”的大繁荣时代（见本书第6章）。也恰恰正是这种不平的怨恨在1929年以后促使社会主义和共产主义运动高涨，导致了30年代的经济动荡。

亲商的美国国会已经降低了公司利润税，同时亲商的布什政府创造了一个感觉更为自由的避税环境。但是这种情况不可能一直持续下去，公司所得 214
税的减免也不可能持续下去，否则政府和公众发生冲突的风险将会增加。

同样，企业成本的降低也不可能无限地持续下去。通过大量解雇工人来降低成本可能给企业带来政治上的不良影响，例如政府会因此增加对公司的税收；同时，也可能会影响企业未来的盈利能力。以牺牲长期收益为代价提高短期收益的最好方法是解雇那些有能力（价格高）的人，以一些可以在短期内使工作进行下去的人来代替他们，当然，这些人工作能力的缺乏会在一个较长的时期内逐步显现出来。

另一个限制美国利润增长的潜在因素是来自国外的、对美国的怨恨和排斥感。美国在高科技发展方面的统治地位是有目共睹的。近几年来，国际社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会对许多关于美国企业成功实例的报道一直持藐视的态度。例如，互联网象征着当今高度发达的科学技术，然而这个领域却一直是由美国的众多软件公司控制，无论在浏览器和搜索引擎方面还是在线供应商等方面都一贯如此。像美国微软公司这样的名字早已享誉全球。无论人们何时启动 Windows 系统进入互联网，都能看到它的名字。难道这不会使其他国家对这种技术产生一种排斥感吗？

把美国说成是高科技霸权主义者是极不公平的。微软公司是如何占据今天这样惊人的统治地位的呢？信不信由你，它常常被形容成为凶狠贪婪的杀手。互联网凭什么总被美国统治着呢？万维网技术其实是由欧洲国家首先发明的，它的雏形也是由英国和比利时的科学家在瑞士的实验室里研制出来的。但是当我们启动电脑时却看不到这些人的名字。

反美情绪和美国的自由企业制度也隐含着一定的道德内涵；其他经济不如美国发达的国家认为，它们的社会和个人比美国人更关心公正、公平和人类的价值，这或许与经济的相对落后没什么关系。如果这一反美情绪就其道德根源来说在社会意识形态中具有很大势力的话，它可能会导致人们更加奋发图强，挑战美国的知名企业或者干脆排斥这些企业。

215 美国在 1991 年海湾战争、1999 年科索沃战争、2002 年阿富汗战争和 2003 年的伊拉克战争中运用高端军事技术，这也从另一个方面体现了美国在高科技领域的优势。这些技术的运用使得美军能够在自身牺牲很少的情况下，大量杀伤对方。同时也激起了国外的反美情绪，这种情绪从美国轰炸了中国驻南联盟的使馆之后中国民众的激烈反应可见一斑。

在亚洲金融危机这一问题上，美国被说成了是令本已危如累卵的亚洲经济进一步恶化的始作俑者。那些派往亚洲地区的经济顾问大都是在美国接受过培训的经济学家，尽管其初衷是帮助这些国家解决问题，但这些举动也有负面的象征意义。

日益高涨的国内与国际反美情绪可能会引发某些威胁利润增长的事件爆发。大多数金融经济学家的词汇表里没有“怨恨”这个词，然而它却是历史发展过程中的一股强大的力量。

◉ 承担共同的责任

随着世界经济的发展，废气排放等环境污染事件也在增加，其严重的负面作用令不少人忧心忡忡。1997 年《京都议定书》（Kyoto Protocol）建议，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

38 个世界工业发达国家在 2008—2012 年期间应相应减少二氧化碳和其他导致温室效应的气体排放量，平均排放量应比 1990 年减少 5.2%。这个协议准备建立一个全球性的排放交易计划。这个计划将设置一个废气排放的市场价格，并帮助形成一个有序的气体排放量的分配控制体系。尽管澳大利亚和美国没有认可这个条约，但是俄罗斯在 2004 年认可了这个条约，从而达到了这个条约所要求的占全球温室气体排放量 55%的国家数目，目前协议已经开始发挥作用。但是因为中国和印度没有参加这个条约，美国也没有参加，所以实际上主要问题依然明显存在。

据经济学家估测，如果不加任何修正，彻底贯彻这一条约将要花费经济富裕国家 1.5 万亿美元的成本。[5]而国际组织为控制废气排放所作出的努力还是会招来更多的不合作情绪。从某种意义上讲，《京都议定书》所规定的废气排放限量措施远远不足以解决温室效应废气排放的问题。1995 年，联合国政府间气候变化专门小组（United Nations Intergovernmental Panel on Climate Change）号召立即减少 50%～70%的温室效应废气排放量。然而废气排放不仅没有降低，反而急速剧增，而且这种情况大都出现在发展中国家。

看来，企业和个人努力减少废气排放量及进行全球性限制措施所需的成本是无法预测的。然而，当发展中国家试图走发达国家曾经走过的发展路径的时候，难以避免的冲突便产生了——发展中国家的经济发展加剧了环境污染问题。事实上，环境污染作为全球性的问题，不论其所需的成本多么高昂，都需要由各个国家、各个企业来共同承担。而这必然导致大多数企业在 216
未来不太可能出现利润的快速增长，以支持今天的股市价格。

国际上仍存在的针对发达国家经济成功的怨恨情绪，以及共同的责任对企业利润增长的种种限制，都使我们加剧了对股市前景黯淡的猜测。

◉ 投资者现在该何去何从?

尽管 2000 年以来，美国和其他国家的股市已经出现了调整，但是正如我们所看到的，目前的股价仍然处于较高的水平。此外，在许多城市房地产市场过度繁荣。如果在接下来几年中，股票市场继续下跌，或者房地产市场的泡沫突然破灭，那么个人投资者、基金、学校捐赠基金和其他市场的受益者将会因此损失数万亿美元。

在本书第一版中，我警告说股票市场中真实的损失可能相当于毁掉全美所有的大学或者所有的农场，甚至可能是全美所有的住宅。自从本书第一版

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出版以来，美国证券市场的损失已经超过 6 万亿美元，这几乎相当于美国家庭持有的房地产价值的 60%。[6] 幸运的是，由于房地产的增值，这个损失被弥补了。但是，更多的损失仍然可能出现，并且不一定能被其他资产的增值所弥补。

有人可能会说，这样的股市下跌绝对不会有负面作用，因为股价下跌并未带来任何实际损失，只不过是纸上和我们思想上的变化。有人会说，如果市场真要下跌一半的话，不过是在市值方面又把我们带回到了几年前的股市。然而，问题在于，不同人承受了不同程度的损失。一些驾驭股市的人将乐于持股，保持收益；而刚入市的人则只有承担损失了。因此，股市暴跌只会让新入市的人更穷，而股市老手们则更富。

有些人过分依靠股市投资，或者过分看好未来市场的投资前景。我们可以想象一下，如果股市发生变化，将对这类投资者的生活产生何种影响。有些人为供子女上大学而从股市投资中留下一小部分钱作为储蓄，这是远远不
217 够的，他们会发现手中各种股票组合的真实价值无法支付不断上涨的大学学费。所以，他们的子女只有靠贷款读书或者打工来支付学费，或者他们干脆决定不上大学而直接去工作，把当医生、律师或者其他体面的职业的美梦统统抛在脑后。

另有一些年龄较大的人会发现他们的个人生涯以及雄心壮志全面受挫。尽管他们手中的开支越来越紧，但收入水平还要继续维持，每天的工作也要照常去做，于是那些原本希望用于实现个人梦想的时间和精力全都耗费在这些烦心事上了。

人们由于过于相信用养老金投资股市会收益颇丰的说法，实际上到头来并无任何储蓄以供养老，这些人会发现，养老金缴纳计划和社会保障金未能让他们过上舒适的退休生活。如果回报率根本不存在，那么长久萦绕在脑海中的"惊人"复利回报的说法就不攻自破了。因此，在这个老人依靠年轻人的社会里，积蓄少的人只有自力更生，他们或许只能过简单朴素的日子，那就意味着整天闷在家里。

高等院校和基金会将大量的捐赠款投入股市，它们会发现，获利的能力越来越差。例如，福特基金会（Ford Fund）在 1969 年股市高峰期间出版的一份颇具影响力的报告表明，人们应该把大量的教育资金投资于股市，以期获得高额的回报。该基金会自己就采取了这种投资举措。1974 年股市崩盘之后，该基金会损失巨大，从 41 亿美元跌到 17 亿美元。该基金会将年补助金从 1973 年的 1.77 亿美元缩减到 1979 年的 0.76 亿美元。尽管该基金会仍继

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续开展扶贫项目，但在学术研究补助金、学术交流项目和艺术领域研究方面进行了大量削减。罗切斯特大学曾经在 1969 年年度报告中被盛赞为向股市进军的投资者，它后来也遭受了类似的打击，该校于 1973—1974 年间损失了超过一半的助学基金。[7]有朝一日，其他在股市中大举投资的基金会和院校也可能会遭受同样的损失，甚至更糟。

那么，如今的投资者该何去何从呢?

◉ 投资多元化

对很多人来说，面对目前的市场状况，首先要做的是根据当前自身的财产和特定环境，减少股票持有量，并购买更好的投资组合。就像我们许多人所知道的，不要过于依赖任何一项投资，应当采取多元化的投资策略。 218

然而，劝说个人或社会机构脱离股市投资是相当困难的。如果多数人突然采纳了这一建议而撤资，整个股票市场就会骤然下跌。事实上，我们不可能全都脱离股市，最多只能把股票抛售给其他的投资者。最后总有人持有股票。那些在股市上涨时购买股票的人都已经不幸地犯了错误，现在再来纠正为时已晚了。

但是我们的确可以更好地进行多元化的投资。那些容易对某一资产（比如股票）产生过度反应的投资者可以将股票卖给那些更为理性的投资者。我们可以将持有的过多的国内股票卖给国外的投资者，而国外的投资者也可以这样做。同样地，那些对房地产风险反应过度的投资者可以减少他们的房地产，或者采取其他措施降低其所承担的房地产的相关风险。

◉ 制定有效的计划以增加储蓄

我们可以做的另外一件事情就是制定一个有效的计划来提高储蓄率。基金会和大学院校则应该考虑减少奖学金和助学金投资的支出比率。

在世界上许多地方，股市繁荣的乐观景象往往与个人储蓄降低同时出现。在过去的 20 年中，储蓄率在大多数发达国家是下降的。[8]因为政府在出现赤字时，往往会动用储蓄，因此储蓄率的下降事实上可能会引起经济中的诸多问题。但是这一问题目前还没有得到足够的重视。[9]

个人应该考虑更多地储蓄。只要不是在短期内突然迅速增加，储蓄的增长将不会干扰经济的运行。相反，就长期而言，它将使得经济更加具有活

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

力。当今社会中，医疗水平的改善和医疗技术的进步使得人们的寿命不断延长，而生育率的下降和社会竞争的日趋激烈又使得年轻人对老年人的照料越来越少。在未来的几十年里，对老年人的赡养将成为社会的巨大负担。当今的人们期望依靠他们的储蓄去度过退休后的 20 年、30 年甚至更长的时间。假设这种情况已经到来，那么将会有一个很大的困惑：为什么储蓄利率一直在下降，而不是上升？推测起来只能与非理性繁荣有关。

同样，那些参与股市投资的大学院校和基金会应当在可能的情况下减少
219 支出比率。这与股市处于顶峰时期时一些助学基金的做法刚好相反。例如，国家补助金网络是一个健全的基金会组织，它在 1999 年公布了一份报告，敦促所有的基金会将法定的占资产 5%的支出比率提高到 6%。[10]一些大学的基金会受到了股市繁荣和校友慷慨捐助的鼓动，增加了它们的支出比率。事实上，这种建议正起着严重的误导作用。[11]幸运的是，随着市场的低迷，这种增加支出的呼声已经减弱。除非这些支出是作为投资，并能够有效地在未来产生收益，否则降低支出的比率是一种明智的做法。

2000 年以来，股票下跌的市值已经相当于美国一年国民收入的 50%。弥补这个损失的个人储蓄的数目是巨大的。若没有高的收益率以及高复利，那么必须将每年税前收入的 5%转为存款，并且需要花近十年的时间才能弥补这个损失。这显然是不可能的。

此外，股市中巨额的损失对于人们心理的影响并不能在更多的储蓄中得到平衡。绝大多数人看起来不会花大量的时间去思考或者讨论他们收入的多少应该留出来作为储蓄。而事实上，人们什么时候为自己的后半生储蓄多少是一个非常重要的决定，对于这一问题的忽视是人们判断中的一个奇怪的失误。我让我的助手去寻找建议人们储蓄的文章。令我非常惊讶的是，他告诉我这样的文章很少。

什洛莫·本纳兹和理查德·泰勒（Richard Thaler）有一个关于增加储蓄率的非常明智的计划。这个计划的设计考虑了人们心理上的弱点。伯纳兹和泰勒认为，限制储蓄增长的主要原因是人们的习惯和自控能力的缺乏。他们成功地让一些美国公司为它们的雇员执行“明天储存更多”（SMT）计划。在这个计划中，雇员被要求提前把未来增长薪水的少部分拿出来，把它们存入储蓄账户中。这个计划的核心不需要改变今天的花钱习惯，而是仅仅减慢了花费增长的速率。伯纳兹和泰勒发现在执行 SMT 计划以后，储蓄有了大幅度的增加。[12]

事实上，职员们不用等着他们的雇主采用 SMT 计划。人们可以在自己

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



未来的收入中设定一个数目，当工资超过了这个数目，就将超出的部分留在一边，用于储蓄。另一种做法同样可行，就是人们在进行大额消费，比如买 220 房或者买新车的时候，主动降低自己的期望，这样就可以避免个人支票额中更高的部分自动转化成消费。

◉ 退休方案

自 1982 年股市跌入谷底以来，由雇主发起的固定缴费养老金计划得到了发展，这个计划不同于另一个历史更长的固定缴费计划，即企业保证雇员退休后的基本养老金。这一发展标志着从由社会共同承担养老责任到由个人负责其社会保障的思想转变。401(k)计划和类似的固定缴费计划旨在鼓励普通工作人员效仿富人的投资策略，以便为自己提供经济保障。然而很少有人注意到，富人由于资产的整体水平较高，即使在股市下跌时，其损失对他们的总体资产来说也是微不足道的，不用担心。

新养老金计划的出现在许多方面是一个好的转变，因为以前的固定缴费计划通常不考虑通货膨胀的影响（这是一个难以解释的错误判断，它使人们开始怀疑专家替自己管理投资是否真的能够致富）。[13]在旧的缴费计划下，退休人员通常会看到，自己大部分养老金的真正价值由于通货膨胀而损失殆尽。

然而，即使新的固定缴费养老金计划避免了这个问题，在过渡期内仍存在着某些不足，即它还不能有效地保证领取养老金者的生活水平。规划良好的固定缴费计划可谓是领取养老金者的一项风险管理制度，它有利于减少低收入领取者的投资风险。现在，加入养老金计划的人实际上可以按规定选择自己的投资计划，从而把握住自己的机遇。正如我们所看到的，他们可以灵活地选择多种股市投资计划，因此（正如本书第 3 章所讲的），没有必要把所有的钱都投入股市。

尽管没有风险，但投资于保值贴补政府债券（government's inflation-indexed bonds）的计划很少。保值贴补政府债券实际上是计划退休者一项很好的选择。它比股市投资更具安全感，有利于广大低收入者进行投资。雇主和政府只需鼓励投资者用退休基金购买公债或者加入 401(k)计划即可。现有的 221 制度不鼓励雇主对雇员的投资计划施加领导压力，只是要他们提供标准的选择计划，而这些计划通常都是涉及股市的。

此外，投资者选择的计划比较单一。在 20 世纪 90 年代早期，大多数的 401（k）余额都投资于担保投资契约（GICs）和由保险公司提供的、不计通

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

胀指数的固定收入投资形式上。GICs 在 20 世纪 90 年代早期的两次违约行为说明，它无法为投资者提供可靠的保证，因而名誉扫地。同时，大量的宣传资料显示，专家们一致认为人们投放到股市的资金还远远不够。从那时起直到 2000 年股市达到顶峰，养老基金投资于股市的比例大幅提高。2000 年以后，这一比例有所下降，但是降幅不大。一项研究表明，在 2003 年超过 2/3 的 401(k)年金计划余额留在了股票市场中。[14]

由于 401(k)的大部分投资都在股市中发挥着作用，因此股市的狂跌将会给许多退休的投资者带来极为严重的影响，而跌到近期价值的一半绝不是没有可能的。考虑到缺乏大量的社会保障基金，而且大多数退休者除了养老金、房屋和社会保障基金之外一无所有，这种股市下跌及其后果的确要受到社会的关注。[15]

然而，这种投资风险却得不到社会足够的关注。现在几乎无人对此提高警惕，反而充满了指责投资者过于保守而错过最佳投资机会的责备之声。

401(k)计划的管理者通常不对雇员如何进行投资提供任何忠告，直到劳工局于 1996 年颁布有关规定。他们由于担心承担潜在的责任，一直都不对该计划提出任何投资忠告。[16]现在，该计划将在某些时候警告投资者注意投资分散化的重要性，然而我们都知道，这些提醒与警告其实没有什么说服力，因此即使说了也无济于事。通常采取何种策略是完全尊重投资者自己的选择，这也造成了一些假象，让别人以为这些投资者完全有理由、有权利将大量的资金投入股市，而且投资者的判断完全出于个人的喜好，与流行文化虚构的股票投资机会毫无关系。

目前只为投资者提供选择而不给予忠告的策略导致了严重的错误。而且，目前的市场风气在向养老金计划施加压力，委婉地要求养老金计划将资金投入股市，我们最终还是要利用政府政策来鼓励投资者利用指数调整法不断完善养老金计划。

222 负责执行该计划的权力机构（企业中的赞助者或该计划自身的发起者）应当出面采取强有力的措施，反对将全部或近乎全部方案的余额都投资到股市中，应当提倡分散化投资，主张将大部分余额用于低风险投资，如保值贴补债券等。此外，还应当推出考虑通胀指数的年度退休保险金制度，建议退休者以这种形式获取退休收入。如果这些计划有利于正常的指数调整，并发挥适当的作用，这对于低收入者来说是一个很强的动力，对于企业养老金计划重新回到以前的固定缴费计划也有很好的推动作用。这种指数也可以是消费价格指数或人均国民收入，或者是两者的组合。[17]今后，风险管理产品的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



变化会越来越多，雇员们就需要获得更多的忠告来更好地使用这些产品。

◉ 改进社会保障制度

提出这一内容，旨在建议在股市投资时应当设立一部分社会保障信托基金（social security pension trust funds）。美国人已经惊讶于股市的高回报率，因而对社会保障投资的回报率比养老金计划投资的回报率低得多而感到十分不解，同时也不明白为什么要限制他们在股市中投资。如果政府想彻底贯彻这一政策，就必须与另一个重要的国家风险承担机构协调关系。

我们可以将社会保障制度看成是政府对家庭内部共担风险制度的运用。年轻一代认为，自己有义务照顾年迈的父母，以报养育之恩。中年人也认为自己同时负有照顾老人和孩子的责任。这些义务是由个人的道德心和爱心决定的，与法律责任的关系不大。因此，旧的家庭制度鼓励几代人共同承担风险。如果一个人上有老下有小的话，他就要两者兼顾，这不是某种契约形式决定的，而是由血缘关系和自身需要决定的。如果年长的人体弱多病，更需要依靠家人的照顾，那么他们活得越长，就会获得更多的家庭福利。如果年轻的家庭成员这样做了，他们也会获得更多的家庭福利。这样一来，家庭中的几代人就可以共同承担风险了。

家庭共担经济风险制度的问题在于，它具有不可靠性。家庭成员可能会过早地死亡，或者到了法定年龄不能或不愿履行义务。所以，建立社会保障制度旨在通过用几代人之间的契约性义务，来替代单个家庭成员与他人的契约关系，从而缓和共担经济风险制度存在的矛盾。 223

在美国（与许多其他国家的制度一样），社会保障制度从根本上讲是一种所得税扣除制度，工薪阶层的投资并没有投入到实际的资产中去，而是支付给了那些需要资助的退休者们。这样一来，社会保障制度效仿了传统的、不依赖任何投资的家庭制度。的确，传统家庭制度不依靠投资而为今后的生活积累财富，因为通常情况下在 10 年左右的时间内缺乏供积蓄进行可靠投资的方式。现在整个社会对股市的信心过高，人们似乎感到购买股票就是一种有助于积蓄的可靠投资方式。事实上，人们并未广泛地意识到现在已经越来越接近于从前的状态了。购买股票并不是一种安全的投资方式，尽管国内外的个人投资者都投资于安全、可靠的保值贴补政府债券，但这些政府债券却不是整个社会的投资，因为它的净价值为零。这些政府债券之所以安全、可靠，是因为纳税人保证按规定纳税。从整个国家来看，并不存在安全的投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资方式，因为许多因素都可以导致经济不稳定。如果经济运转不灵，国民收入下降，那么就业人口的税率就会提高，而保证向受保障的退休人员支付的社会救济金却不能下降，这样社会就可能经历一次后果严重的经济衰退。为保护社会中的一部分人不受经济损失而牺牲另一部分人的利益，导致他们承受经济衰退带来的严重损失，这种方法是不可取的。

美国于 20 世纪 30 年代建立了社会保障制度，被称之为使第一批受益人获取意外财富的制度。按常理说，他们对福利基金的贡献远不如他们的受益多。然而，这笔意外之财并不是信手拈来的，因为当家庭成员看到政府在救济这些亲属时，便会考虑减少他们应尽的家庭义务。第一批意外之财获得者的财富可能会被子女赡养支出的减少所抵消。子女通过交纳社会保障金来代替花费时间和精力照顾父母的义务，这样，社会保障制度只负责承担子女本应承担的照顾父母的责任，并未发生实质性的变化，只不过比从前更具有统一性和可靠性。

然而抵消了社会保障制度的利益就等于损失了几代人之间需求的平衡感。这些现在已经落入俗套的说法仍在国会中争执不休，而且用词越来越故
224 弄玄虚，证明家庭中存在显而易见的相对需求的证据也越来越乏力。政府辩论的能力是有限的，它无法紧扣家庭成员的需求和各代人的能力而展开讨论，因此，家庭仍旧是几代人之间最根本的风险管理机构。

如果政府真的采纳了某些人的不合理建议，用固定缴费养老金计划代替现有的社会保障制度，将计划的余额投资于股市，甚至允许个人投资者自由选择投资种类，那么将会造成严重的后果。这样的计划会设法利用人们对金融市场正常运作的希望，来代替现有的服务于老年人的社会制度。采纳这种计划无疑会成为历史性的错误。幸好大多数建议都提倡在股市中建立社会保障信托基金，这还算是一种稳定的投资方式。[18]

社会保障制度改革不仅应当以在股市中投入信托基金的形式进行，而且应当使这种制度面对经济风险时反应更快。这样，才能保证金融机构能够共担风险。缴纳率与收益率应根据员工和退休人员的相对需求变化而不断调整。无论是缴纳金还是收益金都应当按指数计算，计算时不按消费价格指数，而是按照人均国民收入值。如果社会保障制度在家庭内部贯彻执行，我们就必须进行改革使其不断制度化，使其看上去更公正、更人道，成为一种能够承担风险、缓和过重经济负担的制度。[19]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

◉ 运用温和货币政策抑制投机性泡沫

回首往昔，当股市如泡沫般膨胀时，政府曾经采取过紧缩货币的政策。例如，1929 年 2 月 14 日，美联储将再贴现率从 5%提高到 6%，表面上是为了控制投机买卖。20 世纪 30 年代初期，它采取了紧缩的货币政策，使股市下降逐渐演变为有史以来最大的跌幅，结果经济进一步恶化，导致严重的全国性经济萧条。

1989 年 5 月到 1990 年期间，正值日本股市的高涨期，日本银行将再贴现率从 2.5%提高到 6%，以稳定金融市场（有人认为金融市场价格过高是由于宽松的货币政策造成的）和日元，而银行的这一举措造成股市下跌和紧随而来的严重萧条。[20]

尽管在风云变幻的年代里很难摆脱这种无形的联系，但有一点我们都知道：利率政策是影响整个经济的基本因素。它可以用来纠正投机性泡沫现象，但却不能纠正整个经济运行，正如全身放射疗法起调整全局的作用，与外科激光疗法有所不同。而且，投机性泡沫就好比现在的状态，它随着人们思想的变化长期而缓慢地发展。利率的微小变化对这种思想没有可预测的效果，但利率的巨大变化则有，因为这种变化对整个经济的运行会造成毁灭性的影响。 225

20 世纪 30 年代的经济大萧条从根本上讲是由于货币当局试图通过利率政策稳定投机市场的失败举动造成的，尽管它针对的不是股市，而是自身的货币市场，但还是造成了整个股市的危机。许多国家试图用金本位制（gold standard）抵抗经济萧条的袭击，保持固定的汇率制度。但实际上那些最早放弃货币保护政策的国家最早摆脱了经济萧条。[21]

当股市价格过高时，货币当局适当地提高利率是有的放矢的，只要能使公众认为利率上升的目的在于抑制投机买卖就不会有太大问题。然而，货币当局通常不应通过采取激进的货币紧缩政策来使投机性泡沫破灭。

◉ 舆论领导者的稳定权威

长久以来，知识分子和道义领导者限制金融市场内投机活动的方式是：在价格偏低或过高时，用发表评论等方式试图引起公众对此予以必要的关注。这种方法在历史上曾被反复采用，只不过其成功与否尚无定论。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在1907年股市下跌期间，也引发了一场银行恐慌，国家金融巨头们公开声称对股市仍信心十足，并表示即使倾家荡产也在所不惜。约翰·D·洛克菲勒（John D. Rockefeller）说："我个人对股票未来价值信心十足，也相信经济状况会逐步好转。"他与J.P.摩根组建了银行家集合资金，借钱帮助银行。1929年10月24日的"黑色星期四"（Black Thursday），国内最有影响力的五家银行领导人会见了摩根，发表声明宣称，他们相信"市场的基本面将会逐步健全完善"[22]。尽管他们未曾公布购股的具体计划，声明却被解释为他们将这么做。这次试图稳定市场的行动并未成功。几天以后，1929年10月28—29日的股市危机便爆发了。

联邦储备委员会（Federal Reserve）成立后出现了三次重大的股市高峰期，即20世纪20年代末、60年代中期和90年代。每次高峰期，联邦储备委员会主席就会警告说股市价格已经偏高。本书前面提到过的1929年提高利率的措施是直接针对投机行为的。1966年股市高峰与1965年联储主席威廉·麦克切斯尼·马丁（William McChesney Martin）的声明几乎同步。他
226 表示，已察觉到当时的经济状况与20年代经济危机前夕很相似，令人忧心忡忡。他举例说，其中一个相似的特点就是社会上弥漫着"新时代"已经开始的坚定信念。[23]以后美联储主席再没有对股市过度增长发表过警告声明，直到格林斯潘在1996年12月（即下一个股市高涨期的开端）发表的"非理性繁荣"的演讲中再度提起。看来联储主席似乎保留了价格定位过高时期对股票市场价格的公开声明。只不过无法判断这些很少发表的声明能否有效地稳定股票市场，我们也无法得知如果没有这些声明，股市将会有多大的震荡。

舆论决策者的措施或许会起某种作用，但效果并不显著。如果他们真的对这些声明不感兴趣，或者被公众认为是真正的道德领袖，那么他们的声明或许还会对市场有小小的稳定作用。

◉ 鼓励建设性的交易

另一种有利于减少股市风险的方法是：在股市价格急剧变化的时候关闭市场。目前采用的跌停板制度（circuit breakers）就是这种措施的典型代表。根据《纽约股票80B号交易规则》，无论何时，当道琼斯工业平均指数比前一天下午两点收盘时下降10%时（相当于近期1 100点的绝对下降），整个股市将关闭一小时；比前一天下午一点以前下降20%（相当于2 250点）时，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关闭两小时；一天中的任何时间下降 30%（相当于 3 350 点）时，关闭至当日结束。这种关闭市场的措施为投资者提供了一段冷静思考的时间，好让他们三思而后行，从而抑制股市下跌带来的恐慌。然而，这种短暂的关闭能否有效地抑制一天内的价格巨变，我们还不得而知。毕竟，历史上最大的两次股市危机，即 1929 年 10 月和 1987 年 10 月的两次危机都发生在星期一，并且都是在前一个交易日价格下降之后中断了整周的交易。

又如，为预防泡沫经济而进行交易限制的另一个典型是卖空的上扬规则。证券交易委员会长期以来一直规定只有在上扬时期才可以进行卖空，也就是说，只有在前一期的交易处于股价上涨时期才允许进行卖空。

虽然关闭股市的方法各种各样，如关闭几秒钟、几分钟、几小时甚至数日，但都不会直接影响长期（指数年内）的股价变化，即股价真正大的变化。通过在公众面前掩盖股价在短期内大幅变化的现象，我们可以阻止因股价变化而引起的过度的公众反应，从而防止长期股价趋势随着一天之内的股价巨变而发生变化，这种做法其实是无可厚非的。当日的股价巨变会成为公众注意的焦点、媒体的噱头，也会被人们长久铭记在心，特别是当股价的变化已经创下某种历史纪录的时候更易令人记忆犹新。相反，我们却并不清楚短期关闭股市的策略对长期的股价变动究竟有何影响。如果股价巨变经过市场的自行调节很快又恢复正常了呢？比如像 1987 年 10 月的股价变化就是这种情况。或许，社会公众在市场自身调节后，亲身经历一次股市危机比通过关闭股市而掩盖潜在的股市危机会更有利于稳定市场。 227

要维护经济的长期稳定，影响股票市场并使之保持平稳的上策就是扩大市场，通过扩大市场交易的范围，使尽可能多的人更频繁地参加交易活动，这一点与我们在上一节里提出的建议显然是针锋相对的。

假设投机性泡沫极大地受到口头传播效果的影响，或者受到周围的信息以及爱国主义情感的影响，那么国外投资者就不可能像当地投资者一样助长投机性泡沫，他们甚至有可能会采取一种抵消泡沫经济的方式进行交易。例如 1989 年，当日经指数（Japanese Nikkei index）达到最高点时，我们的问卷调查结果却显示，日本普通社会事业机构投资者期望来年日经指数再上升 9.5 个百分点，而美国的投资者则预期日经指数将下降 7.7 个百分点。人们对市场产生了迥然不同的感觉。如果美国或国外投资者在日本市场的势力能更加突出的话，那么日本股市就不可能出现股价过高现象。[24] 因此，从更广泛的意义上来讲，通过鼓励参与国际交易而扩大市场，可以平衡客户们的不同预期，并对形成更为稳定的股票市场价格产生积极的影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们认为，每天都采取措施来稳定市场的政策不是良策。从稳定经济的角度看，无论是长期的错误定价，还是导致经济崩溃的投机性泡沫，骤然的价格变动都不会比它们强多少。

如果有迹象表明投机性泡沫即将产生，那么从整体上讲，它的最终破灭实际上是一件好事。1997—1998 年亚洲爆发了金融危机，国际投资者纷纷从亚洲市场撤出资本，这使本已遭受严重打击的亚洲金融市场雪上加霜。但从长远意义考虑，这并不是一场危机，而是一场自我反省的检查，其目的是阻止有可能进一步恶化、导致灾难性后果的泡沫继续发展下去。这场危机促使亚洲人民在国外各种批评的启示下重新反思他们的商业和经济。从这层意义上讲，这场金融危机让亚洲各国受益匪浅。

如果采取正确的方式扩大市场，那么基本面就会变得格外显著。也就是说，公众的注意力会脱离短期投资而被吸引到长期基本面上来。迈克尔·布伦南（Michael Brennan）曾提出应为标准普尔 500 家公司建立新的市场，即一个包括标准普尔 500 家公司股息总额的市场。例如，2005 年将建立起一个
228 可包括 2006 年标准普尔股息总额的市场，2006 年将建立起可包括 2007 年标准普尔股息总额的市场，而 2007 年又将建立起一个可包括 2008 年标准普尔股息总额的市场。当市场积累的股息总额达到一定程度，比方说 20 年，这个市场就成了最终指数市场（2025 年）。布伦南认为："这样的市场会给分析者提供一种动力，鼓励他们集中全力分析预测基础信息（即未来股息）……而不是仅仅专注于预测市场本身的水平。另外，由于市场指数水平必须与未来红利相一致，因此，它们之间的关系可以反映出一种暗含的假设，那就是达到一定价值水平才有可能形成市场。这种假设很快就会成为关注和讨论的焦点。"[25]值得注意的是，布伦南的观点与托宾的观点存在着根本的不同，布伦南建议将公众的注意力从长久持股这一点转移到基本面上来。

人们有必要建立新的制度或市场，以使个人更容易避免投资股市的危险。我们已经创立了一些制度，如卖空、股票价格指数远期和期权交易等，但并不受投资者青睐，大多数投资者也并未从中获益。现在，许多投资者觉得他们被所持的股票套住了，而且不得不在交易后支付资本利得税，但他们也找不到其他降低风险的方法。

金融技术的进步看起来似乎非常缓慢。但事实上，历史已经证明了，新的经济制度正是从看起来非常缓慢的第一步逐渐发展起来的。一个关于新制度的尝试，其推进必将遇到很多困难和挫折。但是我们最终将学会如何处理它们。对金融制度的研究在过去几十年中不断发展，并且新的信息技术的使

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

用降低了金融服务和金融研究的成本，从而使新的金融技术被更为广泛地应用。

◉ 帮助公众去对冲风险

为了鼓励适当的风险管理，特别是当重要的新市场出现时，权威人士的意见应当更强调真正的分散化投资。我在本书中说过，人们最终深深地受到颇具慧眼的专家意见——那种“他们说……”的权威言论——的影响，除非有专家鼓励他们进行分散化投资，否则他们是不会这样做的。

今天，虽然金融专家们极力推崇分散化投资，但他们并不真正强调分散化投资的确切含义。许多人仍然认为，只要持有在美国股市上多家公司的股票或任何美国股权共同基金，他们就做到了分散化投资。其实为了真正做到分散化投资，应当进行更广泛的投资，并且必须十分注意其他可能存在的风险。

专家应当鼓励人们去了解，真正的分散化投资在很大程度上意味着可以抵减被套牢的风险。[26]它意味着对保障劳动力收入的资产进行投资，对在劳 229
动力收入下降时升值的资产投资，或是对至少不会朝着同一个方向发展的资产进行投资。要想有效实现这一目标，必须通过卖出对收入总额有影响的期货合同来建立宏观市场，或者通过在现有资产中占有一定份额来实现，这些现有资产与特殊劳动力收入有逆向的关联性（或者说正向相关不那么强）。[27]它也意味着对有助于保障单个家庭房屋产权的投资，对住房价格下降时还能够增值的资产进行投资。这可以通过对房屋产权投保，或是在单个家庭住宅期货市场上卖出期货合同直接实现，或是在效率略低的情况下，通过对与当地产权成反方向变动的资产投资来实现。由于劳动力收入与房屋产权在人们的财产中占有最大的份额，所以抵消风险便成为了风险管理的关键职能。

这样的风险抵消性投资被称为套期保值，是商业风险管理中由来已久的一种方法。但是套期保值对于大多数人来说还很陌生，到今天甚至都很少有非专业人士能给它下一个明确的定义。过去人们常谈论与收入和房价有关的如何收回投资的话题，如今它已不在人们谈论的范围之内了。

由于今天人们已经在传统方式下进行了大量的投资，并且已经相信通过股票投资便一定能够发财致富，因此，要改变人们的传统思维往往很困难。指导个人投资的媒体，通常推崇那些已经发财致富的人的观点，再不然就是偏信那些暗示自己的建议有助于致富的说法。如果从这一不切实际的想法出

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

发去谈论普遍的个人投资的保值问题，显然是不可行的。新闻媒体和投资群体里的一些人总不愿意冒险去打破这种致富神话，因为他们正是依靠这种神话才获得了今天的成功。但是，如果公众观念的主导者能够意识到这一点并且自觉地强调必须在思想上作出的变化，那么公众的态度就会随之转变。一旦它变成了“他们说……”这样的俗话，人们就会例行公事般地依据正确步骤进行套期交易来保障现有财产，就好像今天习以为常地购买房屋所有权保险一样。

◉ 结论：真实的价值和真实的未来

投机市场偶尔会产生泡沫经济的趋势对于决策者们来说是很难察觉的。在试图解决这些高风险投资所造成的问题时，他们将不得不考虑提高对于高风险投资特性的认识。遗憾的是，高风险投资的特性复杂多变，我们不可能指望在制定长期经济目标的同时，以文件的形式规定任何既定决策的特殊作用。

用关闭和限制的方法来干预市场，虽然在一些特定的情况下很有效，但是在我们解决由投机性泡沫造成的问题时，这种方法显然不应是首选之举。投机市场的资源配置功能是决定性的（这一点我认为是毫无疑问的，故没有
230 在本书中阐述），但任何为缓解泡沫经济而对市场采取的干预都会阻碍这些功能发挥作用。

不幸的是，在自由社会中，我们不可能保护人们免受因自己的过错而造成的损失，不可能在完全肯定其成功可能性的前提下保护他们，也不可能完全保护社会免受不合理的乐观或悲观情绪的影响，情绪的反应本身就是人类生活的一部分。

处理投机风险的策略有点像应付不稳定政治的策略。我们担心诉诸不正当手段或是草率下定论的政党会赢得控制权，但我们并不想通过在动荡中取缔某些政党或对他们的活动征税的方法来避免这种危险；相反，我们允许各个政党自由地发表意见，期望公众最终会作出正确的选择。这一令人欣慰的结果是通过计划和不断完善竞选和选举规则而得以实现的。

相比较而言，我们国家应对投机性泡沫的首要办法是采取鼓励交易的政策，同时给人们更多的机会去参与更广泛、更自由的市场，通过建立日臻完善的社会保险制度和金融机构来更有效地控制真正的危险，从而能够获得更佳的效果。当我们每天经历着股市中投机性泡沫的时候，应牢记的最重要的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一点是，我们不应当为了它而分散对上述重要事务的注意力。

【注释】

[1] 参见 Case and Shiller，"The Efficiency of the Market for Single Family Homes."

[2] 美国消费者联盟（Consumer Federation of America）在 2004 年的调查中发现：33%的年收入在25 000美元以下的美国人首选可调整利率的抵押，与此同时，20%的年收入在50 000美元以上的首选也一样。调查还发现，37%的西班牙裔和 31%的非洲裔美国人，但是只有 23%的白种人，首选可调整利率的抵押。26%的仅有高中文凭，但是仅有 21%的有大学文凭的人首选可调整利率的抵押。从而，研究发现，以上人群对抵押贷款应随利率上升而增加方面的潜力理解得相对较少。参见 Consumer Federation of America，"Lower-Income and Minority Consumers Most Likely to Prefer and Underestimate Risks of Adjustable Rate Mortgages，" http://www.consumerfed.org/072604 _ ARM _ Survey _ Release.pdf （Washington，D. C.）。

[3] 参见 Ray C. Fair，"How Much Is the Stock Market Overvalued?" unpubl is hed paper，Cowles Foundation，Yale University，1999。文章的修订版参见 Ray C. Fair，"Fed Policy and the Effects of a Stock Market Crash on the Economy：Is the Fed Tightening Too Little and Too Late?" *Business Economics*，April 2000，pp. 7 - 14。在费尔写这篇文章的五年后，公司的税后利润从 1999 年第一季度占 GDP 的 6.5%增长到 2004 年第一季度的 8.5%。按照这种增长速度，如果推断正确，那么收入如果占不到 GDP 的 12%，至少也是非常接近。那么费尔对收入增长和公众对收入增长的容忍并不持很乐观的态度的观点错了吗？我不这么认为。首先，着眼于过去收入的上下浮动并不是为了鼓励人们推断出最近的收入增长。在经济从缓慢增长的时期恢复之后不久，将会有作为 GDP 一小部分的收入达到许多顶点。其次，因为公司利润税的下降和公司成本的削减，而不是获利能力的增加，收入已经有了很大增长。税收削减对于推断更好的时期不是很重要，且不可能一直持续。

[4] 参见 Arthur B. Kennickell，"A Rolling Tide：Changes in the Distribution of Wealth in the U. S.， 1989 — 2001，" http://www.federalreserve.gov/pubs/oss/oss2/papers/concentration.2001.10.pdf（Washington，D. C.：Board of Governors of the Federal Reserve System，September 2003），Table 11。

[5] 参见 William. D. Nordhaus and Joseph. G. Boyer，"Requiem for Kyoto：An Economic Analysis of the Kyoto Protocol "（New Haven，Conn.：Yale University，Cowles Foundation Discussion Paper No. 1201，November 1998）。

[6] 美国联邦储备委员会资金流动账户（the U. S. Federal Reserve's Flow of Funds Accounts）把非营利组织和家庭联结在一起，但是相对而言非营利组织只占一小部分。根据表 B100e，非营利组织和家庭持有的公司资产和共同基金从 1999 年的 14.7 万亿美元降到 2002 年的 8.5 万亿美元，损失了 6.2 万亿美元。根据表 B100，在 1999 年非营利组织和家庭拥有的房地产价值是 10.3 万亿美元，从而股票市场的损失差不多是 1999 年房地产价值的 60%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

［7］Advisory Committee on Endowment Management, *Managing Educational Endowments: Report to the Ford Foundation* (Barker Report) (New York: Ford Foundation, 1969); Kathleen Teltsch, "Streamlining the Ford Foundation," *New York Times*, October 10, 1982, p. 41. 1973—1974 年股市崩盘对哈佛大学、罗切斯特大学和耶鲁大学所接受捐赠的影响，参见 Andrew Tobias, "The Billion-Dollar Harvard-Yale Game, " *Esquire*, December 19, 1978, pp. 77－85。该文最先记载了耶鲁大学对 1969 年福特基金会报告的反应是，将其大笔捐款投资股市，但正好赶上了 1973—1974 年的股市崩盘，因此损失惨重，此事后来经常被人提到。但是仔细阅读该文会发现，他的数据并不支持这一结论。虽然耶鲁大学在 1973—1974 年的股市崩盘中确实损失不小，但福特基金会报告发表后耶鲁大学事实上并没有增加对股市的投资。恰恰相反，在 1973—1974 年的崩盘之前，耶鲁减少了其用于股市风险投资的捐款数额。

［8］根据经济合作与发展组织最近的一份研究，1984—2001 年，在澳大利亚、奥地利、比利时、加拿大、芬兰、意大利、日本、韩国、新西兰、葡萄牙、西班牙、英国和日本家庭储蓄利率下降。不到上面半数的国家如法国、德国、荷兰、挪威、瑞典和瑞士储蓄利率上升。

［9］参见 Laurence J. Kotlikoff and Scott Burns, *The Coming Generational Storm* (Cambridge, Mass.: MIT Press, 2004)。

［10］Christine Triano, "Private Foundations and Public Charities: Is It Time to Increase Payout?" http://www.nng.org/html/ourprograms/campaign/payoutppr-table.html#fulltext (National Network of Grantmakers, 1999).

［11］耶鲁大学从 2000 年开始限制自己深入股市，避免了很大的损失。参见 David Swensen, *Pioneering Portfolio Management* (Glencoe, Ill.: Free Press, 2000)。

［12］参见 Shlomo Benartzi and Richard Thaler, "Save More Tomorrow: Using Behavioral Economics to Increase Employee Saving," *Journal of Political Economy*, 112 (1) (2004): S164—S187。

［13］我曾分析过为什么公众对将其合约编入索引不感兴趣，原因有许多：他们为货币幻觉所束缚，把货币视为价值的最终代表物（见第 3 章）；他们没有意识到价格波动的风险，并且对公式和价格指数持怀疑态度。参见 Robert J. Shiller, "Public Resistance to Indexation: A Puzzle," *Brookings Papers on Economic Activity*, 1 (1997): 159－211。

［14］根据 EBRI/ICI 调查，平均起来，在 2003 年 67%的参与者将他们的计划余额直接或间接投入风险补偿股票基金，其中包括资本基金、公司股票和一部分美国互助信托投资基金。参见 Sara Holden and Jack VanDerhei, "401(k) Plan Asset Allocation, Account Balances, and Loan Activity in 2003," *Investment Company Institute Perspective*, 10(2) (2004): 1－16。根据一项研究经理人退休金计划的 TIAA-CREF 调查，投资风险补偿股票的参与者从 2000 年顶点的 64.1%下降到 2003 年的 54.3%。自 2000 年以来，通货膨胀指数一直在增长。但是在 2003 年只增长了 1.6%。参见 TIAA-CREF Institute, "Participant Asset Allocation Report," http://www.tiaa-crefinstitute.org/Data/statistics/pdfs/AAdec2003.pdf, Table 3。

［15］为了分析退休人员的资产，可参见 Alan L. Gustman and Thomas L. Steinmeier, "Effects of Pensions on Savings: Analysis with Data from the Health and Retirement Survey,"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy, 50(1999)：271 - 324。

[16] 参见 U. S. Department of Labor, Pension and Welfare Benefits Administration, "Participant Investment Education: Final Rule,"29 CFR Part 2509, Interpretive Bulletin 96 - 101, *Federal Register*, 61 (113) (1996)：29, 585 - 590, http://www.dol.gov/dol/pwba/public/regs/fedreg/final/96 - 14093.htm。

[17] 参见 Robert J. Shiller,"Social Security and Institutions for Intergenerational, Intragenerational and International Risk Sharing,"*Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy*,50(1999)：165 - 204。

[18] 如果采用明确的社会保障计划，我们肯定会遇到这样一个问题：谁来支付当前退休人员的欠款？参见 John Geanakoplos, Olivia S. Mitchell, and Stephen P. Zeldes, "Social Security Money's Worth," in Olivia S. Mitchell, Robert J. Myers, and Howard Young (eds.), *Prospects for Social Security Reform* (Philadelphia: University of Pennsylvania Press, 1999), pp. 79 - 151。

[19] 参见 Shiller, "Social Security and Institutions."

[20] 野口悠纪雄 (Yukio Noguchi, *Baburu no Keizaigaku* (*Bubble Economics*) (Tokyo: Nihon KeiZai Shimbun Sha, 1992))认为，即使没有这一货币政策，泡沫也不会破灭，这是有道理的。人们对投机买卖的期望有所改变说明日本股市下跌还有其他一些原因；参见 Robert J. Shiller, Fumiko Kon-Ya, and Yoshiro Tsutsui,"Why Did the Nikkei Crash? Expanding the Scope of Expectations Data Collection," *Review of Economics and Statistics*, 78(1)(1996)：156 -164。

[21] 参见 Barry Eichengreen, *Golden Fetters*: *The Gold Standard and the Great Depression*: *1919—1939*(New York: Oxford University Press, 1992), Table, 12.1, p.351。

[22] "Courtelyou Puts in $ 25 000 000,"*New York Times*, October 24, 1907, p.1; "Worst Stock Crash Stemmed by Banks," *New York Times*, October 25, 1929, p. 1.

[23] "Will History Repeat the '29 Crash?" *Newsweek*, June 14, 1965, p. 78.

[24] 参见 Shiller, Kon-Ya, and Tsutsui, "Why Did the Nikkei Crash?"

[25] Michael Brennan, "Stripping the S&P 500," *Financial Analysts' Journal*, 54(1)(1998)：14.

[26] 参见 Marianne Baxter and Urban Jermann,"The International Diversification Puzzle Is Worse than You Think," *American Economic Review*, 87(1997)：170 - 180。

[27] Athanasoulis 和我认为，用理论金融模型模拟实际数据，可以得出对国民收入风险的管理对经济福利有较大影响。参见 Stefano Athanasoulis and Robert J. Shiller, "World Income Components: Discovering and Implementing Risk Sharing Opportunities,"*American Economic Review*, 91(4)(2001)：1031 - 1054。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

著作权合同登记号
图字：01-2005-5251号

梁晶工作室

● 罗伯特·希勒先生揭示了金融市场非理性的一面，在这方面，他比同时代的其他任何经济学家做得都多。

——**保罗·克鲁格曼，《纽约时报》** Paul Krugman, *New York Times*

● 希勒教授的这本书是一剂现实主义的良药……告诉投资者应当充分地进行分散化投资，储蓄更多，并且理性地调低对于市场未来走势的预期。

——**伯顿·G·马尔基尔，《华尔街日报》** Burton G.Malkiel, *Wall Street Journal*

●《非理性繁荣》是一本惊世骇俗同时也备受争议的书，是继杰里米·西格尔1994年的《股票长期走势》一书以来，关于股票市场的最重要的著作。

——**威廉·沃尔曼，《商业周刊》** William Wolman, *Business Week*

● 本书不仅预言了市场的衰落，更为重要的是，它对于解读投机性泡沫的产生和持续进行了严谨而有益的尝试。

——**约翰·卡西迪，《纽约客》** John Cassidy, *New Yorker*

● 本书信息丰富且论述精辟，对当前"形势一片大好"的看法提出了冷静而理性的纠正。

——**杰夫·马德里克，《纽约书评》** Jeff Madrick, *New York Review of Books*

● 在本书中，罗伯特·希勒先生对于当前的市场提出了通俗易懂的且切合实际的意见。

——**戴维·沃什，《波士顿环球报》** David Warsh, *Boston Globe*

● 希勒先生为人们了解那些深奥的金融市场学著作，尤其是美国股市的相关研究提供了有益的指导。

——**《外交》** *Foreign Affairs*

● 耶鲁大学经济学家希勒认为，投资人存在着明显的从众心理，当前市场仍然没有摆脱价格严重扭曲的局面。

——**罗伯特·J·萨缪尔森，《华盛顿邮报》** Robert J.Samuelson, *Washington Post*



ISBN 978-7-300-08769-6/F · 3006

定价：35.00元